Das Emissionsgeschäft.

Inaugural-Dissertation

der

juristischen Fakultät

der

Friedrich-Alexanders-Universität zu Erlangen

vorgelegt von

Wilhelm Engelhard

aus Plößberg (Oberpfalz)

geprüfter Rechtspraktikant.

ACAD. LAND. BAT. BIBL.

Approbiert am 23. Mai 1909.

Nürnberg 1909.

Buch- und Kunstdruckerei von Benedikt Hilz.

50

Referent: Univ.-Professor Dr. Sehling.

Literatur.

Behrend, Lehrbuch des Handelsrechts 1886.
Endemann, Handbuch des deutschen Handels- und Wechselrechts 1889.
Goldschmidt, System des Handelsrechts 1892.
Cosack, Lehrbuch des Handelsrechts 1903.
Thöl, Handelsrecht, 1875, Bd. I.
Gareis, Das deutsche Handelsrecht 1909.
Staub, Kommentar zum HGB 1906/07.
Düringer-Hachenburg, Kommentar zum HGB. 1905 u. 1908.
Lehmann-Ring, Kommentar zum HGB. 1902.
Makower, Kommentar zum HGB. 12. Aufl. 1907.
Goldschmidt, Handbuch des HR. Bd. I, Universalgeschichte des HR.
L. Goldschmidt, Lucca-Pistoja-Aktienstreit 1859.
Hemptenmacher, Börsengesetz 1908.
Wermuth, Börsengesetz von 1896.
Thiwißen, Das Emissionsgeschäft, Erlanger Dissertation 1900.
Kahlke, Rechtliche Natur der öffentlichen Anleihe 1896.
Cosack, Lehrbuch des bürgerlichen Rechtes 4. Aufl. 1904.
Endemann, Lehrbuch des bürgerlichen Rechtes 6. Aufl. 1899.
Dernburg, Bürgerliches Recht 1906.
Jacobi, Recht der Wertpapiere.
Lehmann, Recht der Aktiengesellschaft 1898.
Staudinger, Kommentar zum BGB. 1908.
Plank, Kommentar zum BGB. 1908.
Oertmann, Recht der Schuldverhältnisse 1906.
Gaupp-Stein, Kommentar zur ZPO. 1908.
Ehrenberg, Zeitalter der Fugger.
Endemann, Studien I.
Stobbe, Handbuch des deutschen Privatrechts 1898.
Brunner, Handbuch der deutschen Rechtsgeschichte 1908.
v. Holzendorff, Rechtslexikon III.
Zachariae, Über das Schuldenwesen des heutigen Europa 1830.
Laband, Deutsches Staatsrecht 1901.
Lotz, Technik des Emissionsgeschäftes 1890.
Stein, Lehrbuch der Finanzwissenschaft, 5. Aufl.
Conrad-Lexis, Handwörterbuch der Staatswissenschaften 1906.
Elster, Wörterbuch der Volkswirtschaft 1906.
Deutsche Juristenzeitung 1905 S. 374 u. S. 665: Gewährleistung beim Verkauf von Wertpapieren von Düringer und von Hagens.
Juristische Wochenschrift 1905: RGUrt vom 12. Oktober 1905.
1906: RGUrt. vom 12. Februar 1905.
1908: RGUrt. vom 29. Mai 1905.
Leipziger Zeitschrift 1907: Das Kundeneffektengeschäft von James Breit.
Das Recht 1901: Anfechtung von Zeichnungen wegen Betrugs bei Kapitalerhöhung von Lehmann.
Gruchot, Beiträge Bd. XLVIII RGUrt. vom 3. Juni 1904.
Seufferts Archiv Bd. LVI N. 125: Der Handel mit Wertpapieren, Urt. des RG. vom 2. Mai 1900.
Sammlung der Entscheidungen des Reichsoberhandelsgerichts und des Reichsgerichts.

Inhaltsverzeichnis.

§ 1. Einleitung: Die Emission im allgemeinen. Begriff u. wirtschaftliche Bedeutung. Das Emissionsgeschäft 5
§ 2. Geschichte des Emissionsgeschäftes 11
§ 3. Arten und Zweck der Emission 16
§ 4. Das Objekt des Emissionsgeschäftes 21
§ 5. Das Wesen des Emissionsgeschäftes 26
§ 6. Privatrechtlicher Charakter der Emission einer Staatsanleihe 35
§ 7. Die verschiedene Gestaltung des Emissionsgeschäftes. Die Zeichenstellen 36
§ 8. Das Emissionsgeschäft als Handelsgeschäft . . . 49
§ 9. Die Rechtsverhältnisse des Emissionsgeschäftes . . 52
§ 10. Die börsenrechtliche Haftung. Ihr Verhältnis zur sonstigen Haftung aus dem Emissionsgeschäft. Die Haftung aus § 203 HGB. 65
§ 11. Die Emissionskonsortien 72

Einleitung.

§ 1.

Die Emission im allgemeinen. Begriff und wirtschaftliche Bedeutung. Das Emissionsgeschäft.

Wenn man von dem weitesten, rein sprachlichen Begriff der Emission als erster Einzelausgabe oder Begebung eines Wertpapiers absieht, so ist unter der Emission oder Begebung im weiteren Sinn der Weg zu verstehen, auf welchem sich der kreditsuchende Unternehmer an das große Publikum, also an einen unbeschränkten Personenkreis wendet, um Kapital zu beschaffen, indem zur Erreichung dieses Zweckes die aufzubringende Summe in Teile zerlegt, für jeden Teil eine Schuldverschreibung oder wenigstens eine gewisse Rechte versprechende Urkunde ausgestellt wird und diese Partialen auf den Markt gebracht werden; auf diese Weise wird ermöglicht, daß, soweit die Zahl der Teile reicht, jeder zur Kreditgewährung Bereitwillige zur Kapitalbeschaffung beitragen kann und gegen die Kapitalhingabe andere Vorteile eintauscht, deren Versprechen aus den Urkunden zu entnehmen ist. Wirtschaftlich wird durch die Emission in diesem Sinn einerseits das Kapitalbedürfnis befriedigt, sei es daß eine öffentliche Anleihe aufgenommen werden soll, sei es daß zu einer Kapitalanhäufung durch Gesellschaftsbildung geschritten wird, anderseits dem Kapitalisten, auch dem kleinsten, eine Anlage zur Nutzbarmachung seines Vermögens geboten, nämlich Zinsenbezug, eventuell unter späterer Kapitalrückzahlung, Mitgliedschaft an einer Gesellschaft nebst Gewinnbeteiligung u.s.f. gewährt. Das ROHG. Bd. XX S. 255 äußert sich über den Begriff der Emission: „Mag auch im streng juristischen Sinn unter Emission schon der Akt der ersten Ausreichung seitens des Ausstellers an einen Dritten verstanden werden, so versteht man

doch in der Geschäftssprache unter Emission das Bringen auf den Markt, das Zuführen an einen größeren Kreis von Erwerbern". In Bd. XVII S. 206 heißt es sogar mit Rücksicht auf die Sprache des Börsenverkehrs, daß der Ausdruck „ausgeben oder emittieren" häufig auf den dem Publikum angebotenen Teil beschränkt wird. Das RG. spricht in Bd. XXII S. 63 von Ausgabe eines Anlehens, wenn sie an eine Vielheit von Nehmern mittelst eines einheitlichen Emissionsaktes erfolgt, und bei welcher die vom Bedürfnisse des Emittenten erforderte Anleihesumme in eine Anzahl von Teilen zum Zweck ihrer Überlassung an Nehmer zerlegt wird. Endemann (HR. Bd. III S. 866) definiert die Emission einer öffentlichen Anleihe dahin, sie sei ein Vorgang, durch welchen der Kapitalbedürftige mittelst öffentlicher Anleihe aus dem großen Publikum das Kapital gewinnt. Die Emission im weiteren Sinn begreift demnach in sich einen Komplex von Handlungen, die alle auf den Absatz der Partialen an das große Publikum gerichtet sind, so daß gerade dieses Merkmal als typisch bezeichnet werden muß.

Innerhalb der Emission ist zu unterscheiden die Anleiheemission und die Emission von Wertpapieren, die zur Gesellschaftsbildung oder -erweiterung führt. Der wesentliche Unterschied beruht hauptsächlich darin, daß in letzterem Fall die Emission außer der Kapitalansammlung als weiteres Ziel die Entstehung einer Gesellschaft, einer juristischen Person im Auge hat, während die Begebung öffentlicher Anleihen sich mit der Herstellung forderungsrechtlicher Beziehungen zwischen dem Kapitalbedürftigen bezw. den Emittenten und den Geldgebern begnügt. Faßt man allerdings den Begriff öffentliche Anleihe im weitesten, mehr wirtschaftlichen Sinn, so wird man auch z. B. die Gründung einer Aktiengesellschaft unter sie begreifen können (siehe Goldschmidt, Lucca-Pistoja-Aktien-Streit S. 27 ff.: der Ausdruck Anleihe bedeutet in der Regel allerdings Darlehen, kann indessen auch sehr wohl allgemein im Sinne einer Kapitalbeschaffung überhaupt .... gebraucht werden). Wenn man sich aber unter Zugrundelegung des Begriffs der Begebung der öffentlichen Anleihe die Emission im allgemeinen vergegenwär-

tigen will, so ist stets, soweit sich die Emissionstätigkeit an Gründungen oder Kapitalserhöhungen anschließt, das Moment der Gesellschaftsbildung zu berücksichtigen, das zwar nicht zur sprachlichen Bedeutung des Wortes Emission selbst gehört, aber eine untrennbare Folgeerscheinung der Emission ist und deshalb nicht nur deren technische und wirtschaftliche Gestaltung beeinflußt, sondern namentlich auf die juristische Konstruktion einwirkt; diese ergibt sich aus der Verschiedenheit des Zweckes der Emission und soll hier nur angedeutet werden. Es ist daher nötig, sich als weiteres wichtiges Merkmal der Emission die Zweckbestimmung vor Augen zu halten.

Zur Emissionstätigkeit rechnet man bisweilen auch die Ausgabe von Noten durch die Zettelbanken, das sog. Zettelgeschäft (vergl. Gareis HR. S. 573). Der tatsächliche Verlauf der Ausgabe nach außen hin rechtfertigt allerdings den Gebrauch dieses Ausdrucks auch für die Banknotenausgabe. Die innere wirtschaftliche und rechtliche Eigenart jedoch erfordert es, ihr eine Sonderstellung zu geben.

Eine Emission kann auch zu dem Zweck stattfinden, um eingelöste Schuldverschreibungen neuerdings auf den Markt zu bringen. Dies geschieht, um die Konvertierung einer Anleihe durchzuführen, d. h. um die Verpflichtungen des Ausstellers der ausgegebenen Schuldverschreibungen irgendwie umzuwandeln insbesondere in Bezug auf die Zinsenhöhe.

Unter Emission im engeren Sinn versteht man die Bezeichnung einer besonderen Sparte des die Kreditvermittlung besorgenden Bankiergeschäftes (vergl. Staub Anm. 65 zu § 1 HGB.), „den Einzelvertrieb von größeren Beständen von Wertpapieren an das Anlage suchende Publikum" (Conrad-Lexis Handwörterbuch Bd. III S. 602). Die Funktion der Bank besteht darin, daß sie als Vermittlerin der Kreditoperation auftritt, indem sie die Übernahme der Anleihe- oder Gesellschaftsanteilscheine durch das große Publikum in die Wege leitet und, um dies Ziel zu erreichen, die Begebung in gewisse technische Formen durch den geschäftsmäßigen Betrieb zu bringen bestrebt ist.

Begrifflich beschränkt sich die Emission aber keineswegs auf ein bestimmtes Rechtssubjekt, wenn man von dem eben er-

wähnten engen Begriff der Emissionstätigkeit als einer berufsmäßigen absieht. Die Kapitalbeschaffung kann ausgehen von Staat, Gemeinde, jedweder öffentlichen oder privaten Korporation (z. B. auch einer Aktiengesellschaft, deren Anleiheaufnahme meist Ausgabe von Prioritätsobligationen genannt wird), oder von sonstigen Privaten. Eine hier nicht zu behandelnde Frage ist es, inwieweit die herrschenden Gesetze die Aufnahme von Anleihen und die Gesellschaftsbildung gestattet oder welche Voraussetzungen zu erfüllen sind (vergl. § 795 BGB. bezüglich der Ausgabe von Inhaberpapieren oder das RG. vom 8. Juni 1871: betr. Emissionsbeschränkung für Prämienanleihen auf den Inhaber). Öffentlichrechtliche Gesichtspunkte sind in dieser Beziehung vorwiegend maßgebend.

Der Zweck einer Emission bedingt, daß die eigentliche Emissionstätigkeit, d. h. die Überleitung der Papiere an das große Publikum, in ein Konglomerat von Vorgängen verwoben ist, so daß eine scharfe Ausscheidung der Emission in der dem sprachlichen Ausdruck angenäherten Bedeutung als ein Torso betrachtet werden müßte. Vielmehr muß bei den folgenden Untersuchungen alles, was sich an die eigentliche Emission als das wichtigste Glied einer ganzen Kette von Rechtshandlungen angliedert, einbezogen und die Begrenzung in der wirtschaftlichen und juristischen Zusammengehörigkeit gefunden werden. Wenn daher, wie Lotz (Technik d. EG. S. 22, sagt) die Emission, die auf den Absatz der Anleihe gerichtete Tätigkeit ist, so ist allerdings beispielsweise wohl zu trennen von der eigentlichen Emission die feste Übernahme der Anleihe durch ein Bankhaus oder eine andere vermittelnde Person zwecks Emission und es ist zuzugeben, daß genau genommen die Emission beim Kapitalbedürftigen noch nicht einsetzt; denn die feste Übernahme betrifft Handlungen zwischen dem Anleihenehmer und demjenigen, dessen Tätigkeit erst auf die Ausgabe der Scheine an das große Publikum gerichtet ist, Handlungen; die kein Bringen auf den Markt, kein Zuführen an einen größeren Kreis von Erwerbern darstellen (vergl. d. Entsch. ROHG. *l. c.*). Aber nichts destoweniger ist auch die feste Übernahme der Anleihe ein Schritt auf dieses Ziel der Emission zu und entbehrt der Selbständigkeit,

wenn sie aus dem Zusammenhang mit der Ausgabe der Scheine an die Öffentlichkeit herausgerissen wird. Es mag hier auch darauf hingewiesen werden, daß ebenso, wie die erwähnte Übernahme einer Anleihe vor der eigentlichen Emission liegt und nicht mehr zu ihr gehört, ebenso der weitere Handel mit den bereits ausgegebenen Papieren m. a. W. die Weiterbegebung nach der eigentlichen Emission mit dieser selbst begriffsmäßig, aber auch wirtschaftlich und vom Gesichtspunkt des organischen Zusammenhangs aus nichts mehr zu tun hat.

Die Emission spielt wirtschaftlich eine außerordentlich weittragende Rolle, deren Wichtigkeit immer mehr zunimmt, je gewaltiger sich die moderne Geld- und Kreditwirtschaft entwickelt. Wenn es auch nicht Aufgabe und Zweck dieser Arbeit sein soll, das Emissionsgeschäft nach der rein wirtschaftlichen Seite zu betrachten, wenn vielmehr dessen rechtliche Eigenschaften gewürdigt werden sollen, so mag doch immerhin die Behauptung von der großen und steigenden Bedeutung der Emission im wirtschaftlichen Leben eine kurze Rechtfertigung erfahren, um so mehr, als die wirtschaftliche Entwicklung desselben eine Ausdehnung der Rechtsformen zur unmittelbar notwendigen Folge hat.

Das Kapitalbedürfnis hat in den letzten Jahrzehnten eine ungeahnte Steigerung erfahren. Staat und Kommune, Gesellschaften und Private sind an Unternehmungen herangetreten, die nur mit einem Aufwand von riesigen Geldmitteln durchgeführt werden können, wie sie ein einzelner nicht zur Verfügung hat. Nur die Zusammenlegung vieler Kapitalien, die sich im Besitze vieler befinden, die Gestaltung der Kapitalbeschaffung zu einem Massendarlehen oder einer Massensammlung, vermag das Kapital aufzubringen, das zur Erreichung der von der Gegenwart gesetzten Aufgaben den unbedingt notwendigen Faktor bildet.

Aber auch kleinere Unternehmungen, deren Durchführung auch durch den Kapitalbesitz eines einzelnen gewährleistet werden könnte und nicht von der Begebung eines Anlehens oder von einer Gesellschaftsbildung an sich abhängig wäre, bauen sich heute zum großen Teil auf einem Kapitalstock auf, der im Weg der Beisteuer aus vielen kleinen Kapitalien zusammen-

gesetzt wird. Je mehr sich die Kenntnis Bahn bricht von der wirtschaftlichen Kraft auch der kleinsten Kapitalien, wenn sie in den Dienst eines Unternehmers gestellt werden, je mehr die Wohlhabenheit und zugleich das Sicherheitsgefühl der großen Menge zunimmt, desto mehr Kapitalien werden in den Dienst des Unternehmungsgeistes gestellt.

Es ist selbstverständlich, daß die Banken innerhalb des Effektenverkehrs auch die Emissionen in die Hand nahmen, sich so eine neue Ertragsquelle eröffneten und sie zu einem Hauptzweig ihres Geschäftsbetriebes ausgestalteten (vergl. Lotz, Technik des EG.). Von Stein Bd. II S. 301 unterscheidet Kommissionsanleihen und Bankieranleihen, je nachdem der Kapitalsuchende oder die Bank das Risiko des Geschäftes trägt. Durch das Dazwischentreten der Bank werden die Operationen zur Durchführung der Emission sehr kompliziert und infolgedessen können entsprechend der Verschiedenartigkeit der Mitwirkung der Banken auch die Rechtsverhältnisse die verschiedenartigste Gestalt annehmen, deren Beurteilung mit Aufgabe der folgenden Untersuchungen sein wird. Die technische Abwicklung einer Emission in diesen mannigfaltigen Formen erfordert sachverständiges Können, wie es meist nur der Bankier besitzt, auf dessen Mitwirkung kann daher in der Regel nicht verzichtet werden, wenn der Anleihenehmer nicht in eigenen Organen einen Ersatz für deren Hilfe hat.

Nachdem wir Begriff und wirtschaftliche Bedeutung der Emission, soweit notwendig, festgestellt haben, ergibt sich, daß das Emissionsgeschäft die juristische Form ist, in der die der Emission im weiteren Sinn innewohnenden wirtschaftlichen Erfolge gezeitigt werden. Das Emissionsgeschäft ist ein Rechtsgeschäft ganz bestimmten Grundcharakters, welches sich jeweils an die wirtschaftlichen Formen und die Verkehrsbedürfnisse anpassen muß, und das eine Anzahl rechtlicher Vorgänge und Rechtsbildungen bereits zur Voraussetzung, sowie anderseits eine Reihe von Rechtsvorgängen im Gefolge hat, die mit ihm teilweise zu einer rechtlichen Einheit verknüpft sind. Diese Stellung des Emissionsgeschäftes und die Verschiedenartigkeit seiner Gestaltung bringt es mit sich, daß auch die an sich außerhalb des

eigentlichen Emissionsgeschäftes liegenden Rechtsgeschäfte und Rechtshandlungen insoweit der Erörterung unterstellt werden müssen, als es durch ihren Zusammenhang mit jenem unvermeidlich geboten ist. Dabei wird es aber Ziel dieser Darstellung sein, die rechtliche Qualität des Emissionsgeschäftes zu erforschen und stets festzuhalten und sie unter Berücksichtigung der verschiedenartigen Formen zum Kernpunkt derselben zu machen.

Weiterhin wird sich auch nicht umgehen lassen, im Interesse der Klarheit wirtschaftliche Gesichtspunkte mit hereinzuziehen, an die das Emissionsgeschäft sich anschließt.

Vorausgeschickt sei noch eine Skizze über die Geschichte des Emissionsgeschäftes.

§ 2.

Die Geschichte des Emissionsgeschäftes.

Wie bereits angedeutet, ist die Entwicklung des Emissionsgeschäftes neueren Datums und hat seine eigentlichen Wurzeln in der wirtschaftlichen Umgestaltung, welche das vorige Jahrhundert anbahnte. Allein Ansätze finden sich schon in früheren Zeiten und im Zeitalter der Renaissance, in welchem sich im Zusammenhang mit der Entwicklung der Geldwirtschaft und mit der Entstehung des Bankwesens besonders die öffentliche Anleihe zu bemerkenswertem Umfang ausgebildet hat und bedeutende Gründungen stattgefunden haben, lassen sich bereits deutliche Spuren des Emissionsgeschäftes in seiner jetzigen Gestalt verfolgen.

Die Geschichte des Emissionsgeschäftes, die mit der Geschichte der öffentlichen Anlehen Hand in Hand geht und auch mit der Bildung von Sozietäten zusammenhängt, ist ein noch sehr dürftig erforschtes Gebiet und stellt eine um so schwierigere Aufgabe, als sie das Studium ausländischer, insbesondere italienischer Quellen erfordert. Vorliegende Arbeit muß sich deshalb auf die Angabe einiger weniger Andeutungen geschichtlichen Inhalts beschränken.

Die öffentlichen Anlehen treten auf mit dem zunehmenden

Geldbedürfnis. Sie haben zunächst nicht den heutigen Charakter und zwar gerade deshalb, weil es an einer eigentlichen Emission regelmäßig noch fehlt. Schon zur Zeit der Kreuzzüge suchten die Fürsten ihre Geldnot dadurch zu beheben, daß sie sich von Kapitalisten, reichen Kaufherren, italienischen Banken, Darlehen geben ließen, zum Teil auf Generalkreditbrief (Goldschmidt, Gesch. d. HR. S. 162). Große Bankhäuser waren es hauptsächlich, welche als Mittelspersonen zur Aufnahme von Darlehen gegen Schuldscheine wirkten. Diese Finanzbankgeschäfte unterschieden sich von den heutigen Emissionen vor allem dadurch, daß die übernommenen Schuldverschreibungen zunächst wenigstens nicht in einzelnen Teilschuldverschreibungen an den Mann gebracht, sondern von der Bank behalten wurden, so daß sie selbst als definitive Geldgeberin erschien, es sei denn, daß man die Austeilung an das Publikum als letztes Mittel zur Geldbeschaffung benutzte. Das was dem Emissionsgeschäft spezifisch innewohnt, die Inanspruchnahme des großen Publikums, fehlte demnach in der Regel.

Als in der Blütezeit der italienischen und auch der deutschen Städte an die Stelle der Naturalwirtschaft die Geldwirtschaft getreten war, entfaltete sich das Bankwesen und mit ihm auch das Anleihewesen immer mehr. Der deutsche Kapitalmarkt freilich stand Jahrhunderte lang im Verhältnis zu außerdeutschen Ländern zurück (Conrad-Lexis Bd. III S. 602 f.). Wenn beispielsweise einer der hochentwickelten italienischen Staaten Geld brauchte, wurde dies auf dem Weg einer öffentlichen Anleihe von einer großen Bank beschafft, oft unter Konsortialbeteiligung (Endemann, Studien Bd. I S. 459 ff., S. 295, S. 431; vergl. auch Ehrenberg, das Zeitalter der Fugger und Conrad-Lexis Bd. III S. 602 f.). Kurzfristige Anleihen wurden gegen Wechsel gegeben, bei langfristigen bildeten sich Kapitalvereinigungen (*mons* auch *massa* genannt), an denen sich Bürger und Fremde und auch wiederum Banken, die selbst *montes* waren, beteiligten. Betrachtet man die *montes* von dem Gesichtspunkt der Sozietät, so kommt man zu dem Resultat, daß man es mit einer Art von Aktienverein zu tun hat, der das Anleihegeschäft zu seiner Aufgabe machte und den Anleihefond aufbrachte,

während die einzelnen Geldgeber, die sich an der Gesellschaftsbildung beteiligten, beim Anleihegeschäft zurücktraten. Die Entstehung dieser Form der Anleiheaufnahme hat ihren tieferliegenden Grund in dem damals herrschenden Wucherverbot. Man vermied es deshalb den Ausdruck „Darlehen" zu gebrauchen und um den Anschein des Zinsennehmens zu vermeiden, wurden diese *montes* in der Weise konstruiert, daß man die *partes* der Mitglieder als Rentenanteile ausstellte und im Rentenvertrag rechtfertigte (Endemann, Studien Bd. I S. 440). Der Rentenkauf nahm je nach Bedürfnis die verschiedenste Gestalt an, er war bald kündbar, bald unkündbar, bald fortdauernd bis zur Kapitalrückzahlung u.s.f.

Trotz der mancherlei Zweifel wegen des Wucherverbotes ging man bald, wie z. B. in Florenz, an Anleihen heran, die verzinslich waren und es kamen Anleihen vor, die direkt den Namen „Darlehen" erhielten. Man griff schließlich auch vereinzelt zu einer Art Begebung frei veräußerlicher und vererblicher Anteile an den *montes*, bei der freie Preisbestimmung unter Festhalten eines Nominalwertes maßgebend war. „So konnte unter Benutzung der Konjunktur dasselbe Geschäft betrieben werden, welches heute von Aktienunternehmungen mit der Begebung von Aktien getrieben wird" (Endemann, Studien Bd. I S. 441). Ein Beispiel von der großartigen Blüte dieses Aktiensystems bot in Genua die St. Georgsbank, die sich wieder aus vielen kleinen Kapitalassoziazionen zusammenschloß Ähnliche Banken finden sich in Venedig, Florenz und ganz Italien. In Deutschland nahmen beispielsweise eine ähnliche Stellung für die Anleiheaufnahme die Fugger in Augsburg ein (Goldschmidt, Gesch. d. HR. S. 291).

Alle diese Anleiheoperationen charakterisieren sich im großen ganzen dadurch, daß ein großer kapitalkräftiger Körper, sei es ein einzelner, sei es eine Gesellschaft, die benötigte Summe im ganzen darlehensweise an den Kreditbedürftigen gab, so daß noch nicht von einer Emissionstätigkeit im heutigen Sinne gesprochen werden kann. Es war nichts als ein Darlehensgeben im großen Stil. Mochten auch die Kapitalien, wie gezeigt, durch eine Art Aktiensystem aufgebracht werden, so hat doch diese

Beschaffung der Kapitalmasse mit der heutigen Anleihebegebung wenig gemein.

In Holland und England, deren Handelsbeziehungen zuerst einen gewaltigen Aufschwung nahmen, und wo infolge der Ausbreitung der Geld- und Kreditwirtschaft auch die Anleihen sich häuften, waren diese letzteren zunächst eine einzige große Darlehensbelastung des Staates. In England war deshalb auch eine Gesamtsumme als Darlehen in das Buch der Bank von England zu Lasten des Staates eingetragen. Daneben aber bildete sich im 18. Jahrhundert die Aufbringung großer Summen durch Aufnahme kleiner einzelner Darlehen von einzelnen Darleihern durch Vermittlung der Börsenmakler aus. Erst damit war die Zeit der eigentlichen Emissionsanleihen eingeleitet (Stein Bd. II 3 S. 312 Einführung der *Stocks*).

In Frankreich konnte sich der Kapitalist gegen Erlegung einer Summe eine Rente vom Staat erwerben und wurde als Gläubiger des Staates in das *Grand livre* eingetragen. Hier war also der Prozeß der Anleiheaufnahme ein beständig wirkender. „Jeder einzelne Rentenkauf ein individueller Schuldvertrag." Erst durch das Dazwischentreten von großen kapitalistischen Unternehmungen welche die Inskription erwarben und an einzelne weiterveräußerten, kam es in Frankreich zu einer eigentlichen Emission. (Stein, Bd. III, 3 S. 318).

Es ist klar, wie enge die Geschichte des Emissionsgeschäftes mit der Entwicklung des Bank- und Börsenwesens zusammenhängt. Das Institut der Wertpapiere mußte sich erst ausbilden, das Gewohnheitsrecht rechtsbildend eingreifen. Ursprünglich herrschten Zwangsanlehen vor, erst später machte man Anleihen in der Weise, daß Obligationen an den Erwerber und Gläubiger auf Grund freiwilligen Geschäfts ausgegeben wurden. Zur Sicherung bürgerte sich auch die Eintragung der Schuld in ein Buch auf den Namen der Staatsgläubiger ein. Die kleinen Anteile, in die die Schuld zerfiel, fanden bei freier Veräußerlichkeit und Vererblichkeit eine weitere Sicherung durch Verpachtung der Abgaben oder Überweisung anderer Staatsbezüge. Wie weit die Anleihen jener Zeit entfernt waren, einem Vergleich mit den modernen Emissionen standzuhalten, ergibt sich auch daraus,

daß das Inhaberpapier, welches heute beim Emissionsgeschäft eine unentbehrliche Rolle spielt, wie überhaupt das Wertpapier, die jetzige Ausgestaltung damals noch nicht erfahren hatte. Dem römischen Recht war die Einrichtung der Schuldbriefe *au porteur* fremd und es finden sich in ihm keine Vorschriften, welche sich auf das Rechtsverhältnis der Inhaberpapiere beziehen, stand es doch im prinzipiellen Gegensatz zu den römischen Rechtsgrundsätzen über Forderungsentstehung und Forderungsübertragung. Die Wurzel des Instituts der Inhaberpapiere ist deutschrechtlich, in longobardischen Urkunden des 9. Jahrhunderts findet sich bereits die alternative Inhaberklausel und deutsche Urkunden des 13. Jahrhunderts weisen die reine Inhaberklausel auf. Durch die Rezeption des römischen Rechtes wurde das Rechtsinstitut in seiner Entwickelung gehemmt, da es mit der römischrechtlichen Theorie nicht in Einklang zu bringen war. In größerer Zahl kommen reine Inhaberpapiere erst seit dem 18. Jahrhundert auf, seitdem der Staat Anleihen in der Weise aufnahm, daß er Papiere über kleine Beträge ausstellte (vergl. Brunner, Deutsche Rechtsgeschichte S. 199; Endemann, BR. Bd. I S. 882 Anm. 8; Endemann, HR. Bd. II S. 161 u. 197; Förster-Eccius, preuß. Privatrecht, Bd. I S. 371 f.; Stobbe, Deutsches Privatrecht Bd. III S. 477, 478; Seuffert, Bl. f. RA. Bd. X S. 70). Erst in neuerer Zeit also hat sich die Einrichtung der Inhaberpapiere zu allgemeiner Geltung durchgerungen und wahrhaft internationale Bedeutung erlangt.

Im 19. Jahrhundert trug viel zur Entfaltung der Emissionstätigkeit die veränderte Auffassung vom Staatszweck bei (Zachariae über d. Schuldenw. d. St.). Die Entstehung des konstitutionellen Staates, der statt der Regierungsschulden Staatsschulden kontrahiert und sich einer stets wachsenden Zahl von Aufgaben gegenübergestellt sieht, man erinnere sich nur an die Schaffung eines Eisenbahnnetzes, die Erweiterung des Wirtschaftsgebietes und die Entwickelung der technischen Wissenschaften, führte ganz von selbst in das Zeitalter der Anleihen und Gründungen hinein und schuf damit die unentbehrliche Voraussetzung zu einer Emissionstätigkeit, wie sie in früheren

Jahrhunderten gar nie hätte Platz greifen können und dem gemäß von einigen Ansätzen abgesehen auch nie stattgefunden hat. Besonders auffallend und plötzlich mußte sich dieser Fortschritt in dem bisher politisch, wie wirtschaftlich zurückgebliebenen Deutschland mit dessen Gesundung und Machtentfaltung im 19. Jahrhundert geltend machen. Erst in dem Aufblühen des Handels und der Industrie und damit des Kapitalmarktes im 19. Jahrhundert wurde daher in Deutschland ein fester Boden für die Emission gewonnen (vergl. Conrad-Lexis Bd. III S. 602).

Wir haben es also mit einem spezifisch modernen Rechtsgebilde zu tun, wenn wir das Emissionsgeschäft einer Untersuchung unterziehen und infolgedessen fehlt es noch mannigfach an festen Rechtsgrundsätzen; die Ausbeute an speziellen gesetzlichen Bestimmungen ist fast gleich Null zu setzen und auch die Literatur hat sich verhältnismäßig noch wenig, insbesondere unter der Herrschaft des BGB. mit dieser Rechtsmaterie befaßt. Diese Arbeit muß es dabei bewenden lassen, das Emissionsgeschäft in den bestehenden Rechtsorganismus einzufügen und es mittelst der vorhandenen Rechtsbestimmungen in ein rechtlich begründetes und brauchbares Gewand zu kleiden.

§ 3.

Arten und Zwecke der Emission.

Bevor wir an die Untersuchung der juristischen Natur des Emissionsgeschäftes herantreten, ist es nötig, sich einen kurzen Überblick über die Zwecke zu verschaffen, denen das Emissionsgeschäft dient und über die Art und Weise, wie es diese Zwecke erfüllt. An die Betrachtung des Emissionsgeschäftes nach diesen Richtungen knüpfen sich großenteils wirtschaftliche Erwägungen. Da das nähere Eingehen auf die wirtschaftlichen Fragen der Emission nicht Ziel dieser Arbeit sein kann, so genügt eine Aufzählung dieser Zwecke. Von rechtlichem Belang sind hiebei vor allem zwei Dinge. Einmal: trägt die jeweilige wirtschaftliche Form der Kapitalaufnahme aus dem Publikum auch die

Züge des Emissionsgeschäftes und zweitens, welche Verpflichtungsmöglichkeiten von seiten des Ausstellers der zu emittierenden Papiere kommen vor? Zwei Formen der Emission sind, wie schon mehrfach erwähnt, gesondert nebeneinander zu stellen, die Anleihen und die Gründungen, da sie wesentliche Verschiedenheiten zeigen.

Der wichtigste Zweig der Begebung von Anleihen ist heute die Emission einer Rentenschuld, der modernsten und für den Großstaat zweckmäßigsten Anleihe; sie ist ein Ereignis von internationaler Bedeutung, indem der Vertrieb derselben meist auch auf ausländische Kapitalmärkte übergreift. Bei der Rentenschuld wird eine Rückzahlung des Kapitals vom Schuldner überhaupt nicht versprochen und der Staat verpflichtet sich nur zur Zinszahlung. Behält sich der Staat das Recht vor, die Schuld zu kündigen und heimzuzahlen, so spricht man von einer kündbaren Rentenschuld, ist sie unkündbar auch durch den Schuldner, so spricht man von einer ewigen Rentenschuld. Die Rentenschuld kann eine Brief- oder eine Buchschuld sein, je nachdem der Gläubiger eine Teilschuldverschreibung ausgehändigt erhält, die auf die betreffende Kapitalsumme lautet, oder die Schuld des Staates gegenüber den Kapitalisten in ein Schuldbuch eingetragen wird. Es wird sich später zeigen, daß auch diese Inskription in ein Staatsschuldbuch eine Emission voraussetzt.

Bei einer zweiten Art von Anleihen enthält die emissionsfähige Teilschuldverschreibung außer dem Zinsversprechen auch das Versprechen der Rückzahlung des Kapitals. Bei dem sog. rein unverzinslichen Prämien- oder bei den Lotterieanleihen wird das Zinsversprechen völlig dadurch ersetzt, daß zu bestimmten Zeiten eine Auslosung der Prämienpapiere stattfindet, bei welcher für die vom Glück Begünstigten außer dem Nennwert noch eine Prämie zurückbezahlt wird. Ein Mittelding zwischen diesen beiden Arten ist das verzinsliche Prämienanlehen, bei welchem nur ein niedriger Prozentsatz Zinsen gewährt, der Rest zum Gegenstand des Glückspiels gemacht wird.

Eine andere Art von Anleihe, die früher besonders in Frankreich an Boden gewann und in England heute noch zu

einer bestimmten Klasse von Staatspapieren zu rechnen ist, bildet das Zeitrentenanlehen, das wieder die verschiedensten Gestalten annehmen kann, als Zeitrenten oder Annuitäten auf bestimmte Zeit, auf Lebenszeit (letztere die sog. Leibrenten), als Tontinen. Das Merkmal der Annuitäten liegt darin, daß nicht nur an bestimmten Zeitabschnitten Zinsen gezahlt werden, sondern auch ein Teil des Kapitals jeweils amortisiert wird, so daß sich Amortisationsquote und Zinsen zu einer Rente vereinigen. Alle diese Zwecke werden durch Emission von Wertpapieren erreicht.

Andere Modalitäten der Anleiheaufnahme finden wir im Gegensatz zu der in zweiter Linie erwähnten regelmäßigen Verzinsung mit bestimmter Heimzahlungsfrist des Kapitals in der Festsetzung einer unbestimmten Heimzahlungsfrist mit einem Zeitminimum oder -maximum. Die Rückzahlung kann auf einmal erfolgen oder an mehr oder weniger bestimmten Terminen, mittelst Auslosung, mittelst Rückkauf an der Börse.

Auch unverzinsliche Schuldverschreibungen kann der Staat emittieren, wobei die Schuld in Bälde, meist noch im gleichen Jahr zurückzuzahlen ist. So werden unverzinsliche Schatzanweisungen ausgegeben.

In der gleichen Weise wie der Staat bedienen sich Gemeinden und Korporationen, öffentliche wie private, der Emission als Mittel zur Kreditgewährung. Manchmal ist die Forderung der Gläubiger gesichert, insbesondere durch Hypothekbestellung. In dieser Richtung spielen die Emissionen von Pfandbriefen eine große Rolle. In allen Fällen der Anleihe handelt es sich aber um die Ausgabe der Emissionsobjekte durch „Bringen auf den Markt".

Wenn auch das Zettelbankgeschäft der Banknotenausgabe zum „Emissionsgeschäft" gerechnet wird, so finden sich doch die dem Emissionsgeschäft gewöhnlich anhaftenden Merkmale des Handels, der Spekulation, der Kursbildung bei der Banknotenausgabe nicht, da die Banknoten wirtschaftlich so gut wie Geld sind. Von einem „Bringen auf den Markt" kann jedenfalls nicht die Rede sein. Die Merkmale des Emissionsgeschäftes in der rechtlich bedeutsamen Hinsicht, daß als Ware geltende

Wertpapiere zur Ausgabe an das große Publikum gelangen, liegen bei der Banknotenausgabe nicht vor; deshalb wird von dieser Art der Emissionstätigkeit im weiteren Verlauf der Arbeit abgesehen.

Die zweite Gruppe emissionsfähiger Papiere sind solche, welche zwecks Beteiligung an einer Kapitalbeschaffung auf dem Wege der Gesellschaftsbildung ausgestellt werden. Hier sind fast ausschließlich die Aktien in Betracht zu ziehen. Die Ausgabe anderer Anteilscheine (z. B. von Bergwerksunternehmungen, Kuxe) kommt seltener vor. Es dürfte daher genügen, innerhalb der zweiten Gruppe emissionsfähiger Papiere lediglich die Aktien ins Auge zu fassen. Diese verleihen Mitgliederrechte an der Aktiengesellschaft und stellen zugleich Dividendengewinn an dem durch Aufbringung der Kapitalmasse ermöglichten Unternehmen in Aussicht, nicht dagegen versprechen sie, wie die Anleihepapiere, Verzinsung und Rückzahlung des Kapitals (vergl. § 213, 214 HGB. Staub Anm.). Innerhalb der Aktien unterscheidet man wieder nach der Art der Unternehmung die Begebung von Bank-, Versicherungs-, Immobilien-, Industrieaktien u.s.f.

Wenn auch in den meisten Fällen der Emission Kreditserlangung und Hingabe von Teilschuldverschreibungen bezw. Anteilscheinen gegen bare Valuta das Ziel ist, so ist doch damit das Gebiet der Emissionstätigkeit dem Wortsinn nach nicht ganz erschöpft. Es können auch Teilschuldverschreibungen zu einem anderen Zweck ausgegeben werden; wenn z. B. der Staat die Verstaatlichung großer Betriebe, etwa eines Eisenbahnnetzes, beabsichtigt, so kann er die durch die Übernahme entstandene Schuld durch Obligationenhingabe an die bisherigen Unternehmer tilgen. Eine andere Möglichkeit ist, daß der Staat Kredit geben will, also die Partialen dem Kapitalbedürftigen aushändigt, damit er sie verwertet und zu Geld macht. In dem einen wie dem anderen Fall haben wir es mit einer „Emission" zu tun. Freilich fehlt das Charakteristische des Emissionsgeschäftes: Die Kapitalbeschaffung vom großen Publikum durch die Ausgabe der Schuldverschreibungen. Wenn beispielsweise Grundbesitzer von der Bank Pfandbriefe erhalten und durch ihre Veräußerung sich Geld verschaffen, so sind es erst die Grundbesitzer, die sich zwecks Umsetzung der Pfandbriefe in bares Geld an die Öffentlichkeit

wenden, mag immerhin das rechtliche Schicksal solcher Pfandbriefe das gleiche sein wie das der übrigen vom Staat emittierten Papiere von dem Zeitpunkt an, nachdem sie in den allgemeinen Verkehr gebracht sind. Am besten zeigt sich der Unterschied, wenn man den Fall zum Vergleich heranzieht, daß der Ausgeber der Pfandbriefe diese selbst auf den Markt bringt und sie so wirklich zum Gegenstand eines Emissionsgeschäftes macht, dem Grundbesitzer aber das Geld gibt.

Diese letzteren Emissionsarten, die sich an einen zu voraus fest bestimmten Personenkreis wenden, haben das Gemeinsame mit den zuerst angeführten, daß Wertpapiere, Schuldverschreibungen ausgegeben werden; sie können auch den Namen Anleihen tragen, der weitere Verlauf der rechtlichen Existenz solcher Wertpapiere in der Behandlung an der Börse ist der gleiche. Der Vorgang jedoch, durch den sie ins Leben gerufen werden und zu ihrer Bestimmung gelangen, gründet sich auf andere Rechtsakte und nur die gleiche Natur des Objekts dieser Rechtsakte, die Teilschuldverschreibung, bedingt die Gemeinsamkeit. Die Begebung von Papieren erfolt nicht zwecks Kapitalansammlung, ihrem juristischen Inhalt nach kann sie die Erfüllung einer Obligation, ein Darlehen, eine Schenkung darstellen. Stets fehlt aber der Vertrieb an einem unbegrenzten Personenkreis, so daß gerade diese Besonderheit des Emissionsgeschäftes außer Betracht bleibt. Der Kernpunkt dieser Arbeit soll aber gerade die Beleuchtung des Emissionsgeschäftes als eines besonderen Rechtsgeschäftes sein. Rechtsgeschäfte, die einen ähnlichen wirtschaftlichen Effekt mit ähnlichen rechtlichen Mitteln erzielen und sich äußerlich einer ähnlichen Form bedienen, müssen daher ausgeschaltet werden. Es verhält sich mit solchen Emissionen gerade so, wie bei der Anleihe mit der Kapitalhingabe durch die Bank an den Staat als Darlehen, die, wie erwähnt, scharf zu scheiden ist, von der Begebung der Anleihe auf eigenes Risiko durch die Bank. Erst letztere fällt unter den Begriff des Emissionsgeschäftes.

§ 4.

Das Objekt des Emissionsgeschäftes.

Um das juristische Wesen des Emissionsgeschäftes richtig zu erkennen, ist noch eine weitere Voraussetzung zu erfüllen: es ist dessen Objekt näher zu betrachten und auf seinen rechtlichen Gehalt zu prüfen. Stets ist Gegenstand des Emissionsgeschäftes ein Wertpapier, mag es Staats- oder Kommunalobligation, Rentenschein, Pfandbrief, Kuxe (Bezüglich deren Wertpapierqualität siehe RGEntsch. Bd. XXXXVII S. 106, Bd. LIV. S. 350), Aktie u.s.f. heißen. „Wertpapiere sind Urkunden, in denen sich ein Recht derart verkörpert, daß die Urkunde Trägerin des Rechtes, ihre Vorlegung äußerliche Bedingung seiner Ausübung wird". (Gaupp-Stein Anm. I zu § 821 ZPO.), also Urkunden, in denen irgend welches Recht verbrieft ist, dergestalt, daß sie, wie Cosak BR. S. 362 sagt, „für die Zuständigkeit wie für die Ausübung des verbrieften Rechtes maßgebend sind", (nicht lediglich Beweismittel, wie z. B. ein Darlehensschuldschein), und daß grundsätzlich nur dem über die Urkunde dinglich Verfügungsberechtigten die Ausübung zusteht (Staudinger Anm. III, 1 zu § 793; Dernburg BR. Bd. II, 1 S. 379).

Eine Hauptgattung der Wertpapiere sind die Inhaberpapiere im weitesten Sinn, wie die Schuldverschreibungen auf den Inhaber nach Maßgabe des § 793 BGB. und die Inhaberaktien, welch letztere außer dem Versprechen einer Leistung auch das Mitgliedschaftsrecht an einer Aktiengesellschaft verbriefen (Staub HGB. § 179 Anm. 1). Jedoch werden auch Order- und Rektapapiere emittiert. Wenn im Aktiengesellschaftsvertrag nichts bestimmt ist, sind die Aktien gesetzesgemäß (§ 183 HGB.) stets auf den Namen zu stellen. In diesem Fall ist ihre Übertragbarkeit durch Indossament möglich (§ 222 HGB.).

Die öffentlichen Anleihen bestehen tatsächlich in Deutschland überwiegend in der Ausgabe von Inhaberpapieren im Sinn des § 793 ff. BGB. Ein solches Wertpapier ist Träger des Forderungsrechtes gegen den Anleihenehmer, gleichgültig ob

die Forderung auf Verzinsung, Rückzahlung oder sonstige Leistungen geht; jedem, dem das Papier gehört, steht die Forderung zu. Vom eigentlichen Schuldgrund ist die Forderung losgelöst. Die Behauptung älterer Schriftsteller, die Inhaberpapiere seien Beweisurkunden, kann als obsolet übergangen werden. Die Forderung ist gleichsam in neuer Gestalt an die Schuldverschreibung gebannt, wird durch die Urkunde verkörpert und erlangt so ein für die Sinne wahrnehmbares, sichtbares Dasein, das dem gewöhnlichen reinen Vertragsverhältnis zwischen Gläubiger und Schuldner als bloßer Rechtsbeziehung fehlt (siehe auch § 796 BGB., der das Entgegensetzen von Einwendungen behandelt). Nicht soweit allerdings geht die Bindung der Forderung an die Schuldverschreibung, daß mit dem Verlust ohne weiteres auch das Forderungsrecht untergeht; dem steht das Aufgebotsverfahren, welches § 799 ff. regelt, entgegen. Aber so eng ist die Bindung doch, daß die Verpflichtung aus der Schuldverschreibung schon dann eintritt, wenn letztere ohne den Willen des Ausstellers in den Verkehr tritt (§ 794 BGB). (Über das Wesen des Inhaberpapiers vgl. Staudinger zu § 793 Anm. I, 1 und Vorbem. vor § 793; Plank, Erl. 1 und Vorbem. vor dem 22. Titel; Fischer-Henle zu § 794 Anm. 4, Dernburg Bd. II, 1 S. 379; Stobbe Bd. III S. 484.)

Die rechtliche Lebenskraft ruht demnach in der Inhaberschuldverschreibung sogar schon, ehe ein individuelles Rechtsverhältnis gegenüber einem anderen als dem Aussteller begründet wurde. Hiermit ist genügend bewiesen, daß man mit Grund von der Verkörperung des Forderungsrechtes im Inhaberpapier sprechen kann, zugleich aber tritt zu Tage, daß das Forderungsrecht *ipso iure* an dem Inhaberpapier haftet, daß also das BGB. die Streitfrage hinsichtlich der Entstehung der Forderung aus dem Inhaberpapier zugunsten der Kreationstheorie im Gegensatz zur Begebungstheorie entschieden hat (vergl. hierüber die Motive z. BGB. S. 695; Cosack BR. II B., Recht der Wertpapiere; Staudinger Anm. II zu § 793: „Das grundlegende Moment liegt in dem einseitigen, an sich nicht empfangsbedürftigen Akte der Ausstellung oder Kreation des Papieres, ohne daß es der Begebung bedarf"; Plank, Erl. Bd. II zu 793; Dern-

burg, Bd. II, 1 S. 382; Anders Jacobi S. 166 ff., 181 ff., der einen fiktiven Begebungsvertrag unterstellt). Da somit die Begebung des Papiers für die Entstehung der Forderung aus demselben rechtlich irrelevant ist und an der bereits existenten Forderung und der Art ihres Wesens nichts zu ändern vermag, da anderseits diese abstrakte, vom Schuldschein losgelöste Forderung aus dem Inhaberpapier eine durchaus selbständige und eigenartige, sich lediglich nach dem Inhalt der Urkunde bestimmende Forderung ist, so ist die naturgemäße Folge, daß auch die Begebung einer neuen selbständigen Betrachtung unterliegt, unabhängig von dem Motiv der Ausstellung, der Forderungskreierung selbst und dem Zweck der Ausgabe. Auch dann, wenn Einwendungen in der Urkunde vorbehalten sind, ist es doch immer dieser besondere Inhalt, welcher die Einwendungen begründet (Staudinger Anm. Bd. II zu § 796 BGB.).

Erkennen wir aber, daß die Forderung aus dem Inhaberpapier ohne Begebung existent wird und die Begebung auf die aus dem Inhaberpapier entspringende Forderung keinen Einfluß ausübt, so kommen wir zu dem weiteren Schluß, daß von überwiegender Bedeutung für die Begebung nicht das zugrunde liegende Rechtsverhältnis, die *causa* der Ausstellung, auch nicht eine in einer Rechtsbeziehung bestehende Forderung an sich ist, sondern das Inhaberpapier, d. i. die Urkunde mitsamt der selbständigen, abstrakten Forderung aus ihr. Gegenstand der Begebung ist demnach eine Sache im Sinne des § 90 BGB. und zwar eine Sache mit der besonderen Eigenschaft als Forderungsträger. Die Verfügung über ein Inhaberpapier ist die Verfügung über eine eigenartige Sache, nicht über ein bloßes Recht, aber über ein gleichsam versachlichtes Recht. Die reine Obligation folgt erst aus dem Inhaberpapier und ihr Bestehen wird erst indirekt durch die Verfügung über die Urkunde insofern berührt, als ein Wechsel im berechtigten Subjekt durch die Eigentumsänderung eintritt. Bezeichnet man daher als Gegenstand des Anleiheemissionsgeschäftes die Teilschuldverschreibung auf den Inhaber, so ist diese Bezeichnung wörtlich zu nehmen, indem das Wertpapier als solches, die eine Forderung verkörpernde Urkundensubstanz,

dessen Gegenstand bildet. Insoweit ist auch der bei Staudinger Anm. 8 zu § 437 BGB. vertretenen Ansicht beizustimmen, daß das Wertpapier eine Doppelnatur besitzt, indem es sowohl verkörpertes Recht, wie eine körperliche Sache ist. Ganz besonders deutlich wird die Sacheigenschaft gerade bei der Gattung Inhaberpapiere.

Darin liegt ja gerade das wirtschaftlich Wertvolle des Instituts der Teilschuldverschreibungen auf den Inhaber; die zugrunde liegende kausale Forderung löst sich dergestalt los, daß sie eine Berücksichtigung nicht mehr zu erfahren braucht, daß eine neue abstrakte Forderung an einen wahrnehmbaren körperlichen Gegenstand gebunden wird, der selbst zum Rechtsobjekt wird, daß dadurch das Schwerfällige, welches dem sinnlich nicht wahrnehmbaren Schuldverhältnis anhaftet, mit einem Schlag beseitigt und ein Gebilde von größter Beweglichkeit und Umlauffähigkeit dem Rechtsverkehr eingefügt wird. Dabei war es nicht die Absicht des Gesetzgebers wiederum eine Forderung, nämlich die aus der Schuldverschreibung hervorgehende in den Vordergrund zu rücken, von der Urkunde wieder loszulösen und so sich eines Teiles des Erfolges zu berauben. Das BGB. bedient sich ausdrücklich im § 794 der Worte: „Der Aussteller wird aus einer Schuldverschreibung auf den Inhaber verpflichtet", die Schuldverschreibung ist also das primäre, die Forderung aus ihr das sekundäre, sie hat ihrem Charakter nach mit dem zur Ausstellung des Inhaberpapieres veranlassenden Rechtsverhältnis nichts mehr gemein, sie verdankt die Entstehung der Urkunde und ist mit deren Dasein untrennbar verknüpft.

Aus diesen Gründen ist die Ansicht, daß das Inhaberpapier als Sache zu behandeln ist, jetzt auch als die herrschende anzusehen (siehe die oben angeführte Literatur). Das BGB. steht offenbar selbst auf diesem Standpunkt, wie aus §§ 929 ff., 935/II zur Genüge zu erkennen ist, wo es sich des Ausdrucks Inhaberpapiere neben Geld bedient und es derselben rechtlichen Behandlung unterwirft wie dieses, in einem Abschnitt, der von dem Eigentumserwerb an beweglichen Sachen handelt. (Ebenso §§ 1006/I, 1362, wo übrigens auch Orderpapiere mit Blankoindossament gleich den Inhaberpapieren zu den beweg-

lichen Sachen gezählt werden.) Über die geteilte Meinung hinsichtlich des Begriffs Wertpapiere und die Sacheigenschaft der Inhaberpapiere, siehe Ortmann BGB. Vorbem. zu 793; Jacobi 1901 S. 23. (Vergl. auch Endemann BR. Bd. I S. 884: „Indem alles Gewicht auf das Eigentum an der Urkunde gelegt wird, erlangen die Normen des Sachenrechts eine unmittelbare Anwendung auf die obligatorischen Rechtsbeziehungen".)

Was die übrigen emissionsfähigen Wertpapiere betrifft, so können auf diese, soweit sie auf den Inhaber lauten, die Vorschriften des § 793 ff. BGB. nur entsprechende Anwendung finden mit der Einschränkung, die sich jeweils aus der Natur des betreffenden Rechtsinstituts, dem sie dienen, ergibt. Dies gilt insbesondere auch von der Inhaberaktie, die zugleich Verbriefung eines Mitgliedsrechtes ist und den Sondervorschriften des Aktienrechts untersteht (vergl. Staub HGB. Anm. 8 zu § 179). Doch muß für sie das Erörterte gleichfalls maßgebend sein mit Rücksicht auf die Verkörperung des Rechts in der Urkunde, die Selbständigkeit der Begebung gegenüber der Entstehung dieses Rechts und vor allem in Hinsicht auf ihre Eigenschaft als Sache. (Vergl. hiezu auch § 1195 BGB., der auf Inhabergrundschuldbriefe entsprechende Anwendung der Vorschriften die Schuldverschreibungen auf den Inhaber festsetzt.) Daß auch Orderpapiere mit Blankoindossament zu den beweglichen Sachen gerechnet werden, dürfte ziemlich unbestritten sein (vergl. Staub a.a.O.). Weniger allgemein anerkannt ist, ob Orderpapiere, zu denen die Namensaktie in der Regel gehört, als Sachen zu gelten haben. Daraus, daß sie Wertpapiere sind, allein folgt dies nicht ohne weiteres, wenngleich diese Eigenschaft mit einen Grund für diese Annahme ausmacht. Erwägt man, daß das BGB. in § 372 ff. die Wertpapiere als zur Hinterlegung wie Geld neben anderen Urkunden geeignet erklärt, daß es ferner im § 783 Wertpapiere direkt als vertretbare Sachen anspricht, so wird man mit Fug auch die Orderpapiere unter die Sachen einreihen können (vergl. RGEntsch. Bd. XXXVI S. 39, wonach Namensaktien zu den Wertpapieren gezählt werden. § 821 ZPO., wo alle Wertpapiere, auch die Orderpapiere [vgl. § 822] als bewegliche Sachen hinsichtlich der Zwangsvollstreckung be-

handelt werden; Gaupp-Stein Anm. zu § 821. Siehe Endemann BR. Bd. I S. 709 Anm. 2: Wertpapiere gelten nach vielen Richtungen den Sachen gleich, werden aber nach § 437 als Rechte behandelt).

Jedenfalls gelten Wertpapiere beim Handelskauf als Waren (§ 381 HGB.). Ein näheres Eingehen auf diese Fragen muß hier unterlassen werden, zumal typisch für das Emissionsgeschäft die Emission von Inhaberpapieren ist, während die Begebung von Order- oder Rektapapieren das Emissionsgeschäft in seiner Eigenart meist nicht in demselben Maße wiederzugeben vermag.

Wenn wir demnach zusammenfassen, so sind Gegenstand des Emissionsgeschäftes immer Sachen, die eine ganz bestimmte Qualität besitzen, indem sie Trägerinnen von Rechten sind, die ihren Entstehungsgrund in der Urkundenausstellung besitzen und bei den Inhaberpapieren den jeweiligen Eigentümern zustehen. Die Folgerungen, die aus diesem Resultat zu ziehen sind, werden bei der näheren Betrachtung des Emissionsgeschäftes der Erörterung bedürfen und bei der Entscheidung über dessen Natur in die Wagschale fallen.

§ 5.

Das Wesen des Emissionsgeschäftes.

Der Rechtscharakter des Emissionsgeschäftes ist nicht unbestritten. Der wirtschaftliche Kern einer öffentlichen Anleihe ist Kreditgewährung, Erborgung von Kapital, um es nutzbar zu machen; Gründungen haben ein ähnliches Ziel. Die Bezeichnung „Anleihe" scheint auf ein Darlehen hienzudeuten. Trotzdem hat das Emissionsgeschäft nicht die Eigenschaft eines Darlehens. Dadurch, daß das zugrunde liegende Geschäft nur zu einem rechtlich nicht zu beachtenden Motiv für die Ausstellung der Schuldverschreibungen wurde und in den Vordergrund das Wertpapier als Sache trat, wurde die Begebung der Wertpapiere ein Rechtsgeschäft für sich, von seinem wirtschaftlichen Ursprung

abgesondert. Eine unter diesen Gesichtspunkten vorgenommene Prüfung des Rechtsgeschäftes, welches wir als Emissionsgeschäft fixierten, kann nur zu dem Resultat führen, daß es das Wesen des Kaufgeschäfts an sich trägt. Die Auseinandersetzung über die Arten der Emission und über das Wesen des Emissionsobjektes gibt uns bei der Stellungnahme eine feste Grundlage. Sämtliche Erfordernisse des § 433 BGB. sind erfüllt. Verkäufer der Partialen einer öffentlichen Anleihe ist derjenige, welcher die Papiere auf den Markt bringt, entweder der Anleihenehmer selbst oder sein Vermittler, regelmäßig der Bankier; er verpflichtet sich das Wertpapier zu übergeben und das Eigentum an ihm zu verschaffen. Die Verpflichtungen aus dem Inhalt des Wertpapiers, welche kraft der Skriptur den Aussteller treffen, laufen danebenher, sie haben mit dem Kaufvertrag höchstens insofern etwas zu tun, als sie etwa Eigenschaften des Kaufobjekts sind. Käufer ist der einzelne Kapitalist, der sich verpflichtet, den Kaufpreis zu zahlen und das Papier abzunehmen. Dabei ist der Kaufpreis identisch mit dem Emissionspreis (Anleihevaluta) des Papiers. Der Umstand, daß das Emissionsobjekt einen Kurs hat, d. h. daß es *al pari*, über oder unter *pari* steht, läßt das Begebungsgeschäft auch wirtschaftlich als Kauf erscheinen; wie bei jeder Ware bestimmt sich der Kaufpreis nach Angebot und Nachfrage. Auch wenn das Papier *al pari* steht, der Kurs also mit dem Nominalbetrag, auf den es lautet, übereinstimmt, wird dies ebenso durch Bedingungen, die in der Marktlage ihren Grund haben, bewirkt, wie wenn das Papier mehr oder weniger kostet, als das in ihm enthaltene Kapitalrückzahlungsversprechen eventuell angibt.

Was für alle emissionsfähigen Anleiheschuldverschreibungen, Rentenbriefe, Obligationen, Pfandbriefe gilt, gilt jedoch nicht im gleichen Maße für den Normalfall der Aktienemission, auch dann nicht, wenn die Gründungen oder Kapitalerhöhungen überhaupt mittelst des eigentlichen Emissionsgeschäfts vorgenommen werden. Zwar hat auch die auszugebende Aktie einen dem Kaufpreis entsprechenden Kurs; allein es bleibt zu berücksichtigen, daß die Aktienbegebung in erster Linie zur Gründung der Gesellschaft führt, Mitgliedsrechte verleiht. Vollkommen entspricht die Aktien-

emission ihrer Natur nach einem Kaufgeschäft, wenn die Aktiengesellschaft bereits besteht und nun erst etwa durch Vermittlung einer Bank die Aktien auf den großen Markt gebracht werden. Es fehlt in diesem Fall bei der durch die Bank veranlaßten Aktienzeichnung das zur Gesellschaftserrichtung beitragende Moment; denn diese ist schon geschehen, sie ist eine gewissermaßen interne Angelegenheit der Gründer gewesen, die auf dem Wege der Simultangründung (s. § 188 HGB.) die Gesellschaft zur Entstehung brachten. Wie diese Gründungsart selbst zu beurteilen ist, wird weiter unten noch erörtert werden. Bei der Sukzessivgründung enthält die Aktienzeichnung immer zugleich eine Mitwirkung zur Gesellschaftsbegründung. Es ist daher notwendig das Aktienemissionsgeschäft als ein Rechtsgeschäft *spezifisch aktienrechtlicher vertragsähnlicher Natur* gesondert zu betrachten, das allerdings unter Umständen den Charakter eines Kaufes bekommt.

Schon oben wurde bemerkt, daß Urkunden, in denen lediglich das Versprechen des Schuldners auf Rückzahlung eines Darlehens und eventuell der Verzinsung verbrieft ist, einen anderen Charakter haben, als die Objekte des Emissionsgeschäftes. Das BGB. sagt in § 607, daß der Darlehensnehmer verpflichtet ist, dem Darleiher das Empfangene in Sachen von gleicher Art, Güte oder Menge zurückzuerstatten. Diese Verpflichtung spielt beim Emissionsgeschäft gar keine Rolle, sie kann vielleicht wirtschaftlicher Inhalt der im Wertpapier verkörperten Forderung sein; das Emissionsgeschäft aber bezweckt Veräußerung eines Wertpapiers um einen bestimmten Preis im Wege des Kaufs.

Es ist heute herrschende Meinung, daß das Anleiheemissionsgeschäft regelmäßig Kauf ist; es mag deshalb eine Begründung dieser Ansicht genügen und die Widerlegung anderer Theorien im einzelnen unterbleiben, zumal auch die Streitfrage, ob das Objekt desselben eine Sache oder eine reine Forderung ist, durch das BGB. wohl zweifelsfrei vor allem im Anschluß daran entschieden ist, daß die Schuldverschreibung auf den Inhaber die Eigenschaft einer rechtsverkörpernden Sache besitzt. Vergl. hierüber Kahlke S. 18 ff.; Cosack HR. § 66 und BR. Bd. I

§ 256; Kohn bei Endemann S. 858 ff.; Goldschmidt, System d. HR. S. 202.)

Endemann Bd. II S. 549 sagt: „Das auf den Markt Werfen von Anleihepapieren, die Emission im engeren Sinn, ist Kauf." Dagegen betrachtet das Emissionsgeschäft grundsätzlich als Darlehen, Gareis HR. S. 570: Bei der öffentlichen Anleihe macht der Anleihenehmer das geldwerte Vertrauen durch ebensoviele Darlehensabschlüsse flüssig, als sich Kreditgewährende aus dem Publikum einfinden.

Eine abweichende Ansicht vertritt auch z. B. Goldschmidt, der im Erwerb der Schuldverschreibungen den Erwerb von wahren Darlehensforderungen erblickt und lediglich eine Ausnahme bezüglich der Aufnahme einer Rentenschuld macht. Richtig dagegen schon Seuffert Bl. f. RA. Bd. I 1856 S. 419, wo es heißt: „Wenn Schuldbriefe auf den Inhaber von Hand zu Hand gehen, so erscheinen sie hiebei als Waren. Das Geschäft, durch welches Schuldbriefe auf den Inhaber gegen eine Geldleistung versprochen oder bedungen werden, ist ein Kaufgeschäft." Auch das RG. hat in einer Entsch. v. 13. März 1891 (Bd. XXVIII S. 29) sich klar und unzweideutig dahin ausgesprochen, daß das durch Zeichnung oder Zuteilung der Obligationen unter den Parteien begründete Rechtsverhältnis unter den Begriff des Kaufes zu subsumieren sei. Das RG. sagt weiter: „Die Auffassung als wären die betreffenden Papiere in dem Zeitpunkt, in dem sie in die Hand des Erstnehmers gelangen, nur Schuldurkunden über ein gewährtes Darlehen, widerstreitet dem Wesen der Inhaberpapiere und würde sich mit der ausgebildeten Technik des Emissionsgeschäftes in Widerspruch setzen". Auch in einer Entsch. des ROHG. (Bd. XX S. 248) ist dieser Standpunkt schon vertreten. Dort ist ausgeführt, daß die in der Obligation ausgedrückte *causa* nicht entscheidend sei. Es heißt (allerdings hinsichtlich einer Aktienemission): „Das Geschäft aber, durch welches der Aussteller einen bestimmten Nominalbetrag Inhaberpapiere, mag ihre skripturmäßige *causa specialis* auch als Anleihe bezeichnet sein, zu einem bestimmten Preis einem Dritten zum Eigentum überläßt, ist Kauf" (vergl. auch ferner Gareis HR. 1903 S. 509 f.; Dernburg, Schuldverh. Bd. II S. 384:

Schuldscheine, welche Massenanlehen bilden, werden regelmäßig mittelst Verkaufs verwertet. Vgl. hierzu auch Anm. 2; Endemann Bd. II S. 549).

Seit dem Inkrafttreten des BGB. dürfte jeder Zweifel schon deshalb beseitigt sein, da dieses bei der Auslegung aller Vertragsverhältnisse in erster Linie dem Willen der Vertragsschließenden den Ausschlag geben läßt. Bei Abschluß des Anleihe-Emissionsgeschäftes denken aber die Parteien gar nicht daran, ein Darlehen zu geben bezw. zu empfangen, sie wollen einen Kauf abschließen, wie über andere börsengängige Waren, der sich auch nach der Emission noch oft wiederholen kann. Es hieße eine spezifisch moderne Rechtsentwicklung vergewaltigen, wollte man den Kontrahenten eines Emissionsgeschäftes einen anderen Willen unterschieben. Bedenkt man dann weiter, daß in sehr vielen Fällen der öffentlichen Anleihe, ja heute in den allermeisten, auch das Ziel der Anleihe nicht mehr an das Darlehen erinnern kann, wie z. B. bei der Rentenanleihe — selbst Goldschmidt gibt hier zu, daß das Emissionsgeschäft von Rentenanleihescheinen Kauf sei, da hier ein Kapitalrückzahlungsversprechen wegfällt — so erhellt deutlich, daß das Emissionsgeschäft ein Kaufvertrag ist, soweit es eine Anleihe zum Gegenstand hat oder ein kaufähnliches Anschaffungsgeschäft, das eventuell in einen reinen Kaufvertrag übergeht, soweit die Aktienzeichnung in Betracht kommt.

Bereits hervorgehoben wurde, daß eine „Emission" nicht unbedingt in der Form des eigentlichen Emissionsgeschäftes, also eines Kaufes, erfolgen muß und auch auf dem Weg des Darlehens, der Erfüllung ꝛc. vor sich gehen kann. Es mag hier vergleichsweise erwähnt werden, daß auch in diesen Fällen immer das Wertpapier als Sache Gegenstand des Rechtsgeschäftes ist, in welche Form sich dieses auch kleidet; das ursprünglich wirtschaftlich zugrunde liegende Kreditverhältnis kommt gerade so wie beim eigentlichen Emissionsgeschäft nur mehr oder weniger aus dem Inhalt des Papiers und dessen Forderung zum Vorschein; aus der Emission ist es nicht mehr erkennbar, da gerade die letztgenannten Begebungsarten gegenüber dem Inhalt der Urkunde oft direkt gegensätzliche Zwecke verfolgen. So wird z. B.

durch ein Darlehen in Pfandbriefen an einen Grundbesitzer durch eine Hypothekenbank der Grundbesitzer Schuldner, die Bank Gläubigerin, während das aus der Urkunde zu entnehmende Schuldverhältnis das Gegenteil feststellt. Hier ergibt sich noch deutlicher wie bei der Anleihe der Unterschied zwischen dem Begebungsgeschäfte und der mit dem Begebungszweck zusammenhängenden Forderung aus der Urkunde.

Auf einen Ausnahmsfall in der Verwertung von Anleihen macht Dernburg, Schuldverh. Bd. II S. 384 Anm. 2 aufmerksam, indem z. B. Grundstücke, Fabriken, Eisenbahnen für die Schuldscheine eingetauscht werden. Hier tritt an die Stelle des Kaufes der Tausch (§ 515 BGB.).

Die Emission im Sinne der Erstausgabe von Aktien kann ebenfalls auf andere Weise erfolgen, als durch Emissionsgeschäft. Wenn die Gründer einer Aktiengesellschaft sämtliche „emittierten" Aktien übernehmen (Simultangründung § 188 HGB.), so fehlt es, zunächst wenigstens, immer an dem „auf den Markt bringen" der Aktien. Möglich ist jedoch, daß nach Gründung der Gesellschaft die auf dem Wege des § 188 erfolgte Emission an das große Publikum durch die errichtete Aktiengesellschaft oder durch einen Großaktionär stattfindet.

Des Emissionsweges an das große Publikum bedient sich in der Regel die Sukzessivgründung des § 189. Ähnlich wie bei der Simultangründung verhält es sich bei der Erhöhung des Grundkapitals (§ 282 HGB.). Doch wird meistens dem Bezugsrecht in der Weise Genüge getan, daß das Emissionshaus die Verpflichtung mitübernimmt, zuerst die neuen Aktien den Bezugsberechtigten anzubieten, sie im übrigen aber an das große Publikum veräußert. (Über Aktienzeichnung bei einer errichteten aber noch nicht eingetragenen Aktiengesellschaft s. Entsch. des ROHG. Bd. XVIII, S. 180: Handelt es sich nicht um Zeichnung einer erst zu gründenden Gesellschaft, vielmehr um Übertragung der von anderen Personen bereits erworbenen Aktien an die Zeichner — so Kauf; Endemann Bd. II S. 549.)

Die Emission der Aktion bei der Sukzessivgründung nach Maßgabe des § 189 HGB. bedarf ihres besonderen Charakters wegen noch einer kurzen Erörterung. Nach § 189 HGB. bedeutet

die Zeichnung Beteiligung an der Gründung einer Aktiengesellschaft. „Durch die Zeichnung erklärt der Zeichner, er sei bereit, Mitglied der Aktiengesellschaft zu werden, für den Fall, daß die Errichtungsversammlung ihre Entstehung mit gesetzlicher Mehrheit beschließt, sei es ohne seine Mitwirkung, sei es sogar gegen seinen Widerspruch in der Versammlung (§ 196 HGB)". (Staub S. 660 Bd. I Anm. 20.) Makower sagt zu 189: Die Zeichnung enthalte einen besonderen Fall der Übernahme von Grundkapitalanteilen; daß durch die Aktienzeichnung gewisse Vertragsrechte entstehen, soll deswegen nicht geleugnet werden. Der Wille der Parteien geht dahin, an der Entstehung einer Gesellschaft mitzuwirken, nicht aber ein Wertpapier zu kaufen. Ein Kauf von Aktien würde voraussetzen, daß die Anteilsrechte bereits bestehen und dies wiederum, daß die Gesellschaft errichtet ist. Wenn z. B. eine Bank gemäß § 189 den Rest der von den Gründern nicht übernommenen Aktien zeichnet und dann ihrerseits, nachdem sie durch ihr Eingreifen die Gründung abschließen half, diesen ihren Aktienbestand zur Zeichnung auflegt, so liegt ein Verkauf von Wertpapieren vor in der Gestalt eines Emissionsgeschäftes. Erst jetzt sollen die Aktien nämlich in den freien Verkehr treten. Erforderlich ist ja, wenn ein echtes Kaufgeschäft vorliegen soll, daß die Zuführung an einen größeren Kreis von Bewerbern erst *nach* Gesellschaftserrichtung erfolgt, sei es seitens der Gründer selbst oder eines Zweiteigentümers. (Vergl. Goldschmidt, Lucca-Pist.-Akt.-Streit S. 21, der die Veräußerung von Aktien gegen Geld als Kauf bezeichnet, welche Ansicht man auch hinsichtlich der Natur der Aktie aufstellen mag. Makower zu § 203 HGB.: Die Subskription von Aktien beim Publikum ist Kauf, auch wenn die Gesellschaft nur errichtet, nicht eingetragen ist; RObHG. Entsch. Bd. XVIII S. 180; Behrend S. 739: Verhältnis zwischen Gründern und Aktienzeichnern ist natürlich nicht das des Kaufs.) Ähnlich, wenn bei Grundkapitalerhöhung auf die Erklärung der Bezugsberechtigten, weil die Kapitalbeschaffung dringend ist, nicht gewartet werden will. Die Bank übernimmt sofort die neuen Aktien und bringt erst ihrerseits die Aktien auf den Markt, indem sie dieselben in erster Reihe den Bezugsberechtigten anbietet (§ 283 HGB.). Bei der

Aktienemission ist daher der Zweck und die Absicht der Begebung in Berücksichtigung zu ziehen und darnach die Natur des Emissionsgeschäftes, das übrigens technisch mit dem Begebungsgeschäft bei Anleihen übereinstimmt, zu unterscheiden.

Ohne Einfluß auf die Beurteilung des Wesens des Emissionsgeschäftes ist es, ob die Emission durch allmählichen Verkauf der zu emittierenden Papiere an der Börse erfolgt, oder ob Zeichenstellen bestimmt werden, an denen Kaufsliebhaber einen bestimmten Betrag zeichnen, d. h. das Angebot stellen, als Käufer aufzutreten. Ein Unterschied beruht lediglich in der Art und Weise des Vertragsabschlusses.

Bei freihändigem, oft in längeren Zeitabständen vorgenommenem Verkauf an der Börse handelt es sich um den normalen Kaufvertragsabschluß durch Zugehen der gegenseitigen Verpflichtungserklärungen zwischen Käufer und Verkäufer.

Wird bei einer Bank oder bei einer Staatskasse eine Liste zur öffentlichen Zeichnung aufgelegt, so könnte man auf den ersten Blick glauben, der Anleihesuchende mache sein Angebot zum Einkauf der Papiere und die Zeichnung als Annahme der Offerte bringe einen gültigen Vertrag zustande. Allein schon die Möglichkeit der Überzeichnung, indem mehr gezeichnet wird, als Kapital benötigt ist, läßt diese Annahme scheitern. In der Tat behalten sich der Anleihenehmer und die Bank, welche für ihn als Zeichenstelle figuriert, vor, unter den Zeichnern eine ihnen genehme Auswahl zu treffen, sie wollen — und dieser Wille wird von den Zeichnern als selbstverständlich, weil gebräuchlich, stillschweigend akzeptiert — durch die Zeichnung nicht gebunden sein, sondern in ihr erst eine Offerte sehen, die nach Belieben angenommen wird oder nicht. Der Emittent fordert lediglich das Publikum auf, Angebote zu machen und das Angebot geschieht durch die Zeichnung. Der Vertrag ist also erst perfekt in dem Zeitpunkt, wenn der Emittent die Annahme der in der Zeichnung gemachten Offerte erklärt. Natürlich ist nicht ausgeschlossen, daß schon die Aufforderung zur Zeichnung in ein festes Angebot übergeht, so daß mit der Zeichnung der Vertrag geschlossen wird. Die Bindung des Zeichners tritt nach der allgemeinen Vorschrift des BGB. § 130 ein, wenn die Zeich-

nungserklärung dem Gegenkontrahenten zugeht, nach den gleichen Grundsätzen bemißt sich die Annahme durch die Erklärung, daß die Zeichnung angenommen wird, oder durch konkludente Handlungen, wie die Zuteilung der Wertpapiere (vergl. bezüglich der Zeichnung bei Sukzessivgründung einer Aktiengesellschaft — ob Vertrag mit den Gründern — Staub Anm. 21 zu § 189 HGB., ebenso Lehmann-Ring Nr. 1 u. 2. Lehmann, Das Recht der Akt.-Ges. Bd. I S. 344 f., der die Zeichnung als einseitigen Akt ansieht. Gareis, S. 570, der sie für einen bindenden, jedoch mehrfach bedingten Vorvertrag hält. Ferner Monatsschrift f. d. Handelsrecht u. Bankwesen 1903 S. 34. Endemann, Bd. III S. 867; Makower zu § 189/II). Da über die Zeichnungserklärung eine Formvorschrift nicht existiert, so muß auch die mündliche Erklärung als gültige Offerte zu erachten sein. Schriftlichkeit der Zeichnung ist vom Gesetz ausdrücklich in § 189 HGB. bei der Aktienzeichnung verlangt. Hiebei ist wiederum zu beachten, daß diese Zeichnung, welche Erklärung des Willens, sich an der Gründung der Aktiengesellschaft zu beteiligen, bedeutet, nicht der Zeichnungserklärung beim Anleiheemissionsgeschäft gleichgesetzt werden darf, welche wir als Kaufsofferte erkannten. Wie die Aktienzeichnung nach § 189 akzeptiert wird, ist zweifelhaft. Staub hat seine frühere Ansicht, die Annahme geschehe durch die Anmeldung der Gesellschaft nicht aufrecht erhalten, und beläßt es bei den allgemeinen Regeln.

Belanglos ist es, wenn zur Zeit des Kaufabschlusses bezw. der Zeichnungsannahme die verkauften Wertpapiere noch nicht kreiert sind, wie es z. B. bei jeder Anleihe der Fall sein kann, so oft der Emittent sich erst überzeugen will, welchen Anklang die Anleihe beim Publikum findet. Die Verpflichtung des Verkäufers bleibt die gleiche und erweitert sich nur dahin, durch Ausstellung der Urkunden die Möglichkeit der Erfüllung bestehend in Übergabe der Sache und Verschaffung des Eigentums herzustellen. Bei der Akzienzeichnung nach § 189 HGB. treten hinzu die besonderen aktienrechtlichen Verpflichtungen der Gründer. Werden vor Ausgabe der Aktien Anteilscheine (Interimsscheine) emittiert, so ersetzen diese vorläufig die Aktien, wobei daneben die Verpflichtung zur Aktienausgabe weiterbesteht. (Kauf künf-

tig entstehender Sachen, vergl. Oertmann, Vorbem. § 433 BGB. 1, b. und die dort angef. Liter. Staudinger, Plank zu § 433.)

§ 6.

Privatrechtlicher Charakter der Emission einer Staatsanleihe.

Bei der Emission von Staatsanleihen ist die Frage aufgetaucht, welche eng mit der Kenntnis vom Wesen des Emissionsgeschäftes zusammenhängt, die Frage nämlich, ob überhaupt die Aufnahme einer Staatsanleihe dem Privatrecht und nicht dem öffentlichen Recht zuzurechnen sei, eine Ansicht, die z. B. von Zachariae in seiner Schrift über das Schuldenwesen der Staaten des heutigen Europa (1830) S. 8 ff. verteidigt wird. Er sagt: Staatsanleihen sind Steuern, welche der Staat von seinen Untertanen erhebt. Sie werden von dem Staat kraft desselben Rechts aufgenommen, kraft dessen er seine Untertanen zu besteuern befugt ist, also kraft des Staatsobereigentums *(anticipatio tributorum)*. Selbst bei Anleihen im Ausland, behauptet er, treffe dies zu. Die Ausgabe einer solchen Anleihe sei daher der Rechtsfolge nach einem Vertragsverhältnis anzupassen, dem Rechtsgrund nach aber kein Vertragsverhältnis. Diese Ansicht kann jedenfalls nur für Anleihen des Staates, keinesfalls für Anleihen von Korporationen oder Privaten mit einem Schein von Berechtigung aufgestellt werden und auch beim Staat ist sie eigentlich nur eine akute Frage hinsichtlich der Zwangsanlehen; denn letztere können allerdings eine gewisse Ähnlichkeit mit Steuern nicht verleugnen; bei ihrer Emission macht der Staat von seiner Zwangsgewalt Gebrauch. Gewisse Berührungspunkte mit dem öffentlichen Recht können Staatsanleihen überhaupt nicht abgesprochen werden und die Grenze mag manchmal unklar sein. Allein abgesehen davon, daß der moderne Staat in den allerseltensten Fällen zur Zwangsanleihe greift und ihre Anwendung als Ausnahmezustand gelten muß, hat der Staat bei der Ausgabe gewöhnlicher Anleihen

offenbar selbst den Willen, sich mit den Käufern seiner Papiere auf den gleichen Boden, nämlich den des Privatrechts, zu stellen und macht von dem privatrechtlichen Institut des Emissionsgeschäftes, wie eine Person des Privatrechts, Gebrauch. Dies ergibt sich am besten aus der ganzen Technik der Begebung und den einzelnen bei Aufnahme von Staatsanleihen jeweils zu erlassenden Emissionsgesetzen, welch letztere nur einzelne wenige Punkte des Vertragsverhältnisses regeln, in der Hauptsache aber die Rechte des Gläubigers dem Privatrecht und den Vertragsabreden überlassen. (Vergl. Laband, Deutsches Staatsrecht Bd. I S. 883: „Das einzelne Anleihegesetz ist an und für sich nicht der geeignete Platz, um Rechtssätze des Zivilrechts zu sanktionieren, da es nicht die Regelung, sondern die Benutzung des Rechtsinstituts zum Zwecke hat.") Nur in einigen Punkten z. B. Aufgebot, Amortisation, Verjährung finden sich Ausnahmen.

Da weitaus die herrschende Meinung die ist, daß die Emission einer öffentlichen Anleihe auch des Staates (das gleiche gilt von Anleihen anderer öffentlicher Korporationen) auf dem Weg eines privatrechtlichen Rechtsgeschäftes erfolgt, so mag es erlaubt sein, sich mit einem kurzen Blick auf diese Frage zu begnügen und rasch über sie hinwegzugehen, zumal im Folgenden gelegentlich die öffentliche Seite der Anleihe noch einmal berührt werden muß. (Im übrigen siehe die Ausführungen von Kahlke S. 7 f. und die dort angegebene Literatur.)

§ 7.

Die verschiedene Gestaltung des Emissionsgeschäftes. Die Zeichenstellen.

Das Emissionsgeschäft hat sich aus seinem Grundcharakter heraus in der mannigfaltigsten Weise differenziert und diese Verschiedenartigkeit der Ausgestaltung, deren das Emissionsgeschäft fähig ist, bedarf zunächst einer näheren Betrachtung. Nach der technischen Seite der Abwickelung hat Lotz in seiner „Technik des Emissionsgeschäftes" die typischen Beispiele vor

Augen geführt. Er schildert in erster Linie das einfache inländische Anleiheemissionsgeschäft, dann die Finanzierung einer großen ausländischen Anleihe durch ein internationales Syndikat, zuletzt die Konversion einer Kommunalanleihe; in zweiter Linie das Gründungsgeschäft und die Kapitalerhöhung eines Aktienvereins. Lotz sagt ausdrücklich (S. 55), daß er nicht darauf Anspruch machen wolle, erschöpfend sämtliche Fälle des Emissionsgeschäftes aufgeführt zu haben. Der gleiche Vorbehalt ist auch bei einer Aufzählung der juristischen Ausgestaltung zu machen, denn die einzelnen Emissionsfälle werden in den seltensten Fällen vollkommen miteinander identisch sein, sich vielmehr in tatsächlicher wie wirtschaftlicher Beziehung von einander unterscheiden und es läßt sich daraus von selbst der Schluß ziehen, daß das Emissionsgeschäft auch in rechtlicher Hinsicht eine Vielgestaltigkeit erreicht hat, die den Anlaß zu einer weitgehenden Komplizierung der Rechtsverhältnisse gibt.

Auf die Scheidung, die innerhalb des Emissionsgeschäftes schon mit Rücksicht auf seinen Grundcharakter notwendig war, je nachdem es sich um die Emission einer Anleihe oder die Emission von Aktien handelt, eine Scheidung, die aus dem Emissionszweck und der Verschiedenartigkeit der begebungsfähigen Wertpapiere resultiert, soll hier nur nochmals hingewiesen werden. (Über die wesentlichen Verschiedenheiten in technischer Beziehung s. Lotz S. 40; vergl. auch § 178 HGB. Verbot der Unterpariemission, § 184/I Überpariemission ist gestattet, wenn im Gesellschaftsvertrag zugelassen § 184/II.) Bei Kapitalserhöhungen (vergl. § 278/III). Die Anleiheemission soll die Grundlage der Erörterung bilden.

Eine Einteilung läßt sich zunächst vom Standpunkt der die Emission ausführenden Personen gewinnen. Führt der Anleihenehmer die Emission selbst aus, ist er also nicht nur Aussteller der Schuldverschreibungen, sondern Selbstverkäufer, so liegt eine sog. Selbstemission vor. Meist bedient sich der Kreditsuchende der Mitwirkung der Banken und überläßt diesen die Abwicklung des Emissionsgeschäftes. Diese Befreiung vom geschäftlichen Teil der Emission kann sich wieder in verschiedenen juristischen Formen abspielen (Negotiation).

Nach der Art des Verkaufs der Papiere können wir unterscheiden zwischen freihändigem Verkauf und Zeichnung (s. oben). Der freihändige Verkauf ist die seltener angewandte Emissionsart. Für die Wertpapiere, die zur Begebung gelangen sollen, kann die Zulassung zur Börse bewirkt werden und nach ihrer Einführung an der Börse bleibt der Handel mit ihnen den gesetzlichen Bestimmungen des Börsenrechts unterworfen. Für den wirtschaftlichen Erfolg des Verkaufs ist die Gunst oder Ungunst der Marktlage, die der Einwirkung einer Reihe von Faktoren unterliegt, ausschlaggebend. Wirtschaftliche Erwägungen sind es auch, die dazu führen, ob die Papiere allmählich, in kürzeren oder längeren Zeitabschnitten auf den Markt geworfen werden sollen.

Die Subskription geht meist in der Weise vor sich, daß ein oder mehrere Bankhäuser oder Staatskassen (z. B. Rentämter) als Zeichenstellen bestimmt werden, welche die Anleihe „auflegen". Zeichnet ein Kaufsliebhaber, so hat er möglicherweise eine Anzahlung zu leisten. Wird seine Offerte angenommen, so erhält er die Wertpapiere oder die Scheine, die einstweilen, bis die Wertpapiere selbst zur Ausgabe gelangen, deren Stelle vertreten (bei Aktiengesellschaften die Interimsscheine scheine § 179 HGB.), gegen Einzahlung des gezeichneten und akzeptierten Betrags oder eventuell eines geringeren Betrags, also vor der vollen Leistung der Einzahlungen, wenn diese in Fristen erfolgen dürfen oder gestundet sind (vergl. für Aktien § 179/III HGB.). Die rechtliche Bedeutung der Zeichenstellen wird uns weiter unten beschäftigen.

Ist das Emissionsgeschäft an eine Mitwirkung der Banken geknüpft, so kann diese wiederum von verschiedener Art sein. Hat ein Bankinstitut oder eine Mehrheit von Instituten den Ausstellern gegenüber die Anleihe fest übernommen, so nennt man in der Regel nicht den Aussteller, sondern jenes Bankinstitut, wenn ihnen auch die Stücke ausgehändigt sind, die Emittenten (ROHG. Entsch. Bd. XX S. 255). Die Tätigkeit, welche den Banken zugewiesen ist, kann aber eine gänzlich unselbständige sein, indem sie lediglich als Werkzeuge erscheinen, sie können vom Emittenten abhängig sein als beauftragte Geschäftsbesorger, die mit dessen Vollmacht handeln, sie können als Kommis-

sionäre auftreten, also im eigenen Namen für fremde Rechnung handeln, sie können endlich aber auch mit der größten Selbständigkeit ausgestattet sein, so daß der Kapitalsuchende ganz in den Hintergrund tritt und die Banken als Selbstemittenten zu gelten haben, wenn sie auch tatsächlich und wirtschaftlich nur Geschäftsbesorger sind.

Das hauptsächliche Unterscheidungsmerkmal für die juristische Betrachtung ist darin zu suchen, ob das Emissionsgeschäft im eigenen oder im fremden Namen abgeschlossen wird; denn der Wille im eigenen Namen zu handeln, ist zunächst maßgebend für die Bindung aus einem Vertrag, für Berechtigung wie Verpflichtung. Eine sogenannte stille Stellvertretung kennt jedenfalls unser heutiges Recht nicht mehr. Bei dem im eigenen Namen Handelnden treten auch die Wirkungen des Rechtsgeschäftes ein. Es sind demnach folgende Arten der Mitwirkung der Banken auseinanderzuhalten (vergl. Endemann Bd. III S. 866 ff.).

1. Der Kreditsuchende stellt die Wertpapiere aus und läßt sie zu einem bestimmten, aber doch nach unten bezw. oben festbegrenzten Preis auf seinen Namen und auf seine Rechnung durch eine Bank an den Mann bringen, sei es durch freihändigen Verkauf oder Zeichnung. Hier hat die Bank Vollmacht erhalten und den Auftrag zum Verkauf der Wertpapiere. Der Inhalt des Auftrags wird sich meist nach ganz bestimmten Vertragsabreden bemessen. Unter Umständen kann der Auftrag — und dies ist stets der Fall, wenn die Bank sich ein Entgelt für die Geschäftsbesorgung versprechen läßt — in einen Werkvertrag übergehen, demzufolge sich die Bank zur Herbeiführung eines bestimmten durch ihre Dienstleistungen verursachten Erfolges verpflichtet (§ 631/II BGB. mit § 675, § 662). Eine entgeltliche Geschäftsbesorgung liegt auch dann vor, wenn die Bank am Kursgewinn partizipieren darf. Ist der Gewinn bei der Emission ein Risiko der Bank, so ändert dies nichts an der Auffassung als Werkvertrag, da lediglich durch Nebenabrede der Werkvertrag die Eigenschaft eines spekulativen Geschäfts erhält, während beim reinen Auftrag ein Entgelt begrifflich ausgeschlossen ist. Für den Erfolg des Emissionsgeschäftes steht die

Bank nach Maßgabe der besonderen Vertragsabreden, außerdem nach den Vorschriften des BGB. (§ 633 ff.) ein. Nach diesen bemessen sich auch die beiderseitigen Pflichten, wobei insbesondere § 675 zu beachten ist. Als Stellvertreterin des Ausstellers darf die Bank die Papiere ohne Genehmigung des Emittenten nicht selbst kaufen (§ 181 BGB.). Die Haftung wegen Vollmachtsüberschreitung bestimmt sich nach §§ 177, 179 BGB. Als Beauftragte hat sie den Weisungen des Auftraggebers zu folgen, darf die Ausführung mangels einer Vereinbarung nicht einem Dritten übertragen, muß alles, was sie zur Ausführung des Auftrags erhält, d. s. die Partialen und was sie aus der Geschäftsbesorgung erlangt, d. i. den Kaufpreis, dem Auftraggeber herauszugeben (§§ 675, 664, 667) u.s.f. Festzuhalten ist, daß die Bank durch den Geschäftsbesorgungsvertrag nur in ein Vertragsverhältnis zum Emittenten tritt. Rechte und Pflichten aus dem Emissionsgeschäfte im engeren Sinn erwirbt sie dagegen nicht, weil sie nicht in eigenem Namen handelt, sondern als Vertreterin (Vollmachtsüberschreitung ausgenommen).

2. In anderen Fällen erhält der Kreditsuchende das gewünschte Kapital darlehensweise von einer Bank; die Bank ihrerseits veranstaltet durch Ausgabe von Teilschuldverschreibungen die Anleihe, wobei die Partialen von ihr selbst ausgestellt sind. Hier ist die Bank Selbstemittentin, sie emittiert im eigenen Namen, doch nicht nur das, sie wird sogar Anleiheschuldnerin. Der eigentliche Erborger tritt also gegenüber den Anleihegläubigern ganz zurück. Zwei sich nicht berührende Rechtskreise sind nebeneinander vorhanden, einmal der Vertrag zwischen dem Anleihenehmer und der Bank, in der Regel ein einfacher Darlehensvertrag, und ferner der Vertrag zwischen der Bank und dem einzelnen Kapitalisten, das Emissionsgeschäft, zu dem sich noch die zwischen den gleichen Parteien bestehenden forderungsrechtlichen Beziehungen aus dem Kaufobjekt, der Schuldverschreibung, gesellen. Das Emissionsgeschäft kann von dem Vertrag zwischen Bank und Kreditnehmer niemals unmittelbar beeinflußt werden, höchstens mittelbar in der Weise, daß das den Verkauf der Papiere unternehmende Bankhaus sich für diesen Verkauf gegenüber seinem Schuldner wieder durch Ab-

machungen gebunden hat; keinesfalls entspringen daraus für den Käufer der emittierten Papiere Verbindlichkeiten, sofern diese Abmachungen nicht wieder dem Kaufvertrag einverleibt sind oder in der Schuldverschreibung verkörpert sind. Auch wird die Gültigkeit des Emissionsgeschäftes nicht etwa hiedurch berührt.

Eine analoge Trennung in zwei von einander unabhängige Rechtsverhältnisse ergibt sich bei Gründung einer Aktiengesellschaft, wenn nach Übernahme sämtlicher Aktien durch die Gründer die Aktiengesellschaft errichtet ist und jetzt erst die Aktien von der Gesellschaft auf den Markt geworfen werden. Wie schon oben erwähnt, handelt es sich dann bei der Emission ebenfalls um einen Verkauf der Aktien (vergl. Entsch. d. ROHG. Bd. XVIII S. 182; Endemann Bd. II S. 589), der dem Gründungsgeschäft gegenübersteht.

3. Ähnliche Erwägungen, wie bei der obenerörterten Emissionsart anzustellen waren, spielen bei einer dritten Form der Mittwirkung von Banken bei der Emission herein, insofern die Bank gleichfalls im eigenen Namen auftritt und auf eigene Rechnung emittiert. Die Schuldverschreibungen sind jedoch von dem Kapitalsuchenden selbst ausgestellt. Auch hier hat man es mit zwei besonderen Rechtskreisen, die sich nicht schneiden, zu tun. Die in den Wertpapieren verkörperten Forderungsrechte dagegen richten sich, soweit sie sich auf das schriftliche Schuldversprechen stützen, seitens des Abnehmers gegen den Kapitalsuchenden, die Bank haftet für diese Verpflichtungen nur nach Maßgabe des Kaufvertrags und infolgedessen wirken dieselben lediglich als Verpflichtungen eines Dritten in das Emissionsgeschäft herein. Auch in diesem Fall also ist das Rechtsverhältnis zwischen Anleihenehmer und Bank juristisch als außerhalb des eigentlichen Emissionsgeschäftes gelegen von diesem auszuschalten, wenn es auch in technischer und wirtschaftlicher Beziehung mit ihm verknüpft bleibt.

Infolge des selbständigen Verkaufs der Schuldverschreibungen eines Dritten trägt die Bank ein Risiko, zu dem noch das weitere Risiko kommt, ob ihr der Verkauf gelingt oder nicht und ob sie einen entsprechenden Preis erzielt. Ihr Gewinn besteht in dem Mehrerlös, den sie im Verhältnis zu dem von ihr

bezahlten Kaufpreis erzielt. Dem Aussteller gegenüber braucht sie keine Rechenschaft ablegen. Sofern nicht ausdrücklich anderes vereinbart wird, hat sie in der Veräußerung der Wertpapiere freie Hand. Das Emissionsgeschäft ist bereits ein Weiterverkauf der Urkunden; diese sind ja von der Bank nicht ausgestellt, sondern durch Kauf in ihre Hände gelangt, der dem Kapitalbedürftigen wirtschaftlich wie ein Darlehen zu gute kommt. Doch trägt die durch den Aussteller selbst betätigte erste Ausgabe der Schuldverschreibungen nicht den Charakter des Emissionsgeschäftes, wenn sie auch natürlich eine Emission im weitesten Sinn ist; denn dem großen Publikum werden sie erst durch die Bank als die Zweiteigentümerin (vergl. Makower zu § 203 HGB. I, a, 4) zugeführt. Die mit der Bank kontrahierenden Käufer der Papiere werden mit Erlangung ihres Gläubigerrechts aus dem Kauf gegen die Bank auch gleichzeitig Gläubiger des Ausstellers aus der Schuldverschreibung kraft seiner Innehabung und des Eigentumsrechts an dem Papier. Der Kauf der Anleihe durch den Bankier kann allerlei Variationen zeigen. Da die Bank bei der Übernahme der Anleihe ein riskantes Geschäft macht, so kauft sie mitunter nur einen Teil der Papiere und behält sich das Recht vor, wenn der Wiederverkauf günstig von statten geht, den übrigen Teil, meist zu einem bestimmten Kurs, später zu kaufen, ohne jedoch hiezu verpflichtet zu sein: Kauf eines Teiles der Anleihe mit Option auf den Überrest. Es kann auch sein, daß die Bank die Anleihe nicht zu einem festbestimmten Preis übernimmt, sondern diesen von dem Erfolg abhängig sein läßt, oder daß die Bank überhaupt jegliches Risiko abweist und dem Aussteller die Anleihe nur unter der Bedingung eines erfolgreichen Wiederverkaufs abkauft; sie will zuerst abwarten, ob sich der Absatz der Wertpapiere dermaßen gut abwickelt, daß sich der Kauf der Anleihe auch rentiert. Stellt sich die Bedingung nicht ein, so ist der Kaufvertrag mit dem Aussteller hinfällig (§ 158 ff. BGB.).

Endlich kann der Rücktritt vom Vertrag auf Seite des Käufers vereinbart werden, (§ 346 ff. BGB.), so daß eine Art Trödelvertrag entsteht.

Die Übernahme der Anleihe muß nicht gerade mittelst Kauf

der Partialen stattfinden. Möglich ist ebensogut der Abschluß eines Geschäftsbesorgungsvertrags zwischen dem Emittenten und Aussteller, ein Werkvertrag, auf den nach Maßgabe des § 675 BGB. die dort genannten Vorschriften über den Auftrag Anwendung finden, in seltenen Fällen auch ein reiner Auftrag. Der Unterschied von dem unter Ziff. 1 erörterten Fall liegt darin, daß es an der Vollmachterteilung fehlt, demnach die Bank nicht als bloße Vertreterin erscheint. Besondere Vertragsbestimmungen, die nebenher vereinbart werden, können ein von Fall zu Fall verschiedenes Bild des Emissionsgeschäfts zeigen.

Erfolgt die Übernahme, wie in der Regel bei einer Bank, gewerbsmäßig oder doch im kaufmännischen Geschäftsbetriebe (§§ 383, 406 HGB.), so liegt ein weiterer typischer Fall des Emissionsgeschäftes vor.

4. Diese vierte typische Form des Emissionsgeschäftes zeigt, wie die beiden Rechtskreise, gebildet durch das Rechtsverhältnis zwischen Aussteller und Bank, sowie Bank und Kapitalisten, ineinander greifen können, obwohl die Bank wie in den vorher bezeichneten Fällen im eigenen Namen auftritt, so daß das an sich selbständige Rechtsverhältnis zwischen Bank und Anleihenehmer mittelbar auf das Emissionsgeschäft im engeren Sinn hinüberwirkt. Dies ist der Fall bei der kommissionsweisen Negotiation. Der Kreditsuchende stellt die Wertpapiere aus („emittiert", sie also in diesem weiten Sinn) und übergibt sie der Bank, damit sie diese auf Rechnung des Ausstellers, aber im eigenen Namen an die Öffentlichkeit vertreibe. Die Vorteile der Bank bestehen, wenn sie so als Verkaufskommissionärin auftritt, gewöhnlich in einer Provision. Ein Risiko trägt die Bank nicht, da der Absatz der Wertpapiere nicht auf ihre Rechnung geht, wenn auch dies dem Käufer des Papiers gegenüber nicht zu Tage tritt, da sie diesem als Verkäufer im eigenen Namen verpflichtet wird, wohl aber im Verhältnis des Kommittenten zum Kommissionär, demzufolge der Kommittent kraft des Geschäftsbesorgungsvertrags für alle nach den Umständen erforderlichen Aufwendungen des Kommissionärs einzustehen hat. Die Haftung der Bank ergibt sich aus den einschlägigen Vorschriften des § 383 ff. HGB. Eventuell übernimmt die Bank

die Delkrederehaftung, sie steht dafür ein, daß der Käufer eines Wertpapiers seine Verbindlichkeiten auch erfüllen und den gezeichneten Betrag einzahlen werde; er bezieht dafür die Delkredereprovision. Verkauft die Bank zu einem höheren Kurs, als sie dem Remittenten in Rechnung zu stellen braucht, so ist die Kursdifferenz nicht Risikoprämie, sondern Verkaufs- und Delkredereprovision (Endemann Bd. III S. 868; § 394 HGB.). Sehr häufig wird die Effektivklausel in die Vereinbarung zwischen Bank und Anleihenehmer aufgenommen, wonach die Bank die zwecks Verkaufs an sie abgeführten Anleihepapiere nicht selbst als Käuferin übernehmen darf. Meist wird daher die Regel des § 400 HGB. Anwendung finden. Von den Rechten des Kommittenten ist besonders hervorzuheben, daß nach § 392 HGB. Forderungen aus einem von der Bank abgeschlossenen Geschäfte, auch wenn sie nicht abgetreten sind, im Verhältnis zwischen Bank und Anleihenehmer oder dessen Gläubiger als Forderungen des Kommittenten gelten. Der Verkauf durch die Bank als Kommissionärin kann auch hier durch Zeichnung oder freihändig erfolgen. Wenn die Bank daher den Selbsteintritt ausübt, muß sie als Selbstzeichner auftreten, was ihr im Falle 1 ohne Genehmigung des Anleihenehmers gemäß § 181 versagt ist. Die Bank muß aber den bei Ausführung der Kommission bestehenden Börsen- und Marktpreis einhalten.

5. Endlich ist noch eine weitere Form des Emissionsgeschäftes denkbar, die Endemann Bd. III S. 869 neben dem Fall 2 als eine Gattung des sog. technischen Emissionsgeschäftes bezeichnet. Äußerlich sieht diese Form dem Fall 2 insoferne ähnlich, als der Bankier die Partialen ausfertigt. Aber er tut dies, wie Endemann sich ausdrückt, mit der erklärten Absicht, daß er nicht sich, sondern den Erborger obligieren will. Im Grunde genommen hat man es hier nur mit einer Erweiterung des Falles 1 bezw. des Falles 2 zu tun. Der Bankier handelt bei der Ausstellung der Urkunden als Vertreter und Geschäftsbesorger des Anleihenehmers. (Meist erhellt dies durch Beidruckung der auf seinen Namen lautenden Schuldverschreibungen des Erborgers, Endemann S. 870 Anm. 95 a.) Infolgedessen werden die Gläubiger aus dem Kaufvertrag über die Scheine in jedem

Fall Gläubiger des Anleihenehmers aus der im Wertpapier verbrieften Forderung. Sie werden aber ebenso dessen Gläubiger aus dem Kaufvertrag, wenn der Bankier auch beim Verkauf im Namen des Anleihenehmers ein Geschäft besorgte. Trat dagegen der Bankier beim Abschluß des Kaufvertrags im eigenen Namen auf, dann sind vier ganz verschiedene Verbindlichkeiten zu unterscheiden: die eine zwischen dem Bankier und dem Partialisten aus dem Kauf, eine zweite zwischen dem Bankier und dem Anleihenehmer, die auf einem Darlehen beruhen kann; ferner die Forderung aus der Schuldverschreibung zwischen Anleihenehmer und Partialisten und endlich der Geschäftsbesorgungsvertrag zwischen Anleihenehmer und Bankier hinsichtlich der Ausstellung der Wertpapiere. Nur die erstgenannte Verbindlichkeit hat auf das Emissionsgeschäft im eigentlichen Sinn Bezug. Möglicherweise geht wiederum die Geschäftsbesorgung in ein Kommissionsgeschäft über. Denkbar ist natürlich auch, daß die Bank die Vertretung des Anleihenehmers in der Erfüllung seiner Anleiheverbindlichkeit übernimmt. Im übrigen sehen wir nach alldem nur eine Komplizierung der voraufgeführten Emissionsfälle und das *novum* besteht lediglich in der auf die Ausstellung der Papiere sich erstreckenden Vertretungsmacht des Bankiers. Von diesem Standpunkt aus dürfte auch Endemanns Darstellung weniger Schwierigkeiten bieten.

In allen Fällen kann sich zu den sonstigen Verbindlichkeiten des Bankiers noch eine Nebenverpflichtung aus einem besonderen Garantievertrag gesellen und zwar sowohl gegenüber dem Anleihenehmer dahingehend, daß er unter Bestimmung eines Emissionskurses oder Tagespreises den Erfolg der Anleihe gewährleistet, wie gegenüber dem Käufer der Schuldverschreibungen dahingehend, daß er selbst, ohne Aussteller zu sein, für den in ihnen verkörperten Anspruch gewährleistet. Erstenfalls ergeben sich, wenn die Emission dem Bankier mißglückt, für den Anleihenehmer Schadensersatzansprüche gegen ihn. Letzterenfalls wird durch das Garantieversprechen dem Partialisten ein zweiter Anleiheschuldner geschaffen und damit eine Sicherung der Anleiheschuld gewährt, die natürlich für den Emissionskurs von Bedeutung ist.

Sicherheit für die Anleiheschuld kann auch in anderer Weise gestellt werden. Die Bank kann Bürgschaft leisten, wobei dann §§ 349, 350 HGB. zu beachten sind. Ferner kann der Anleihenehmer für seine Anleiheschuld Hypothek bestellen (Realkredit). Hypothekengläubigerin wird die Bank für ihre Darlehens- oder sonstigen Forderungen an den Anleihenehmer. Hierdurch werden zugleich die Käufer der Schuldverschreibungen gesichert, die einem sicheren Vermögensstock der Bank mit ihren Forderungen an diese gegenüberstehen. An das Institut der Treuhänder sei hier nur erinnert (vergl. § 1189 BGB., Hypothekenbankgesetz vom 13. Juli 1899, § 29 ff.)

Eine Haftung des Bankiers gelegentlich seiner Emissionstätigkeit kann auch, wie für alle Beteiligte, aus unerlaubter Handlung folgen. Die deliktsmäßige Haftung mit Rücksicht auf Börsengeschäfte wird noch in einem besonderen Abschnitt behandelt werden.

Bei allen Arten der Negotiation sind die Bedingungen, unter welcher der Übernehmer der Anleihe auf die Negotiation eingeht, von größter Wichtigkeit für die finanziellen Leistungen des Anleihenehmers. Aus diesem Grunde geht häufig eine Art von Submissionsverfahren voraus, mittelst dessen der Anleihenehmer auf seine Aufforderung zur Besorgung der Emission hin eine Auswahl unter verschiedenen Begebungsangeboten vornimmt und die Begebung an den Offerenten überträgt, der das vorteilhafteste Angebot gestellt hat.

Selbstverständlich ist, daß die Besorgung des Emissionsgeschäftes im engeren Sinn nicht ausschließlich von Banken ausgehen muß, wenn dies auch die Regel sein wird. Staatliche, oft bankähnliche Institute, auch Korporationen auf genossenschaftlicher Grundlage, Makler können die Stelle einer Bank vertreten.

Wird das Geschäft der Aktienemission bei der Sukzessivgründung einer Aktiengesellschaft von den Gründern an eine Bank übertragen, so beruht, abgesehen von dem oben erwähnten Fall, daß die Bank durch Zeichnung des Aktienrestbestandes die Gesellschaft errichten half und dann erst die Emission der Aktien durch Verkauf vornimmt, die Besorgung der Subskription beim Publikum zwecks Errichtung der Gesellschaft eventuell auf dem

zwischen den Gründern und der Bank geschlossenen Geschäftsbesorgungsvertrag wie im Falle 1, während zwischen den Zeichnern und der Bank kein Vertragsverhältnis entsteht. Die rechtlich relevanten Vertretungshandlungen der Bank gegenüber den Zeichnern zielen nicht auf einen Verkauf der Aktien, sondern auf Erwerb der Mitgliedschaft bezw. Herbeiführung der Beteiligung an der Gesellschaftserrichtung ab.

Da trotz der möglichen Absonderung des Rechtsverhältnisses zwischen Anleihenehmer und Bank, sowie Bank und Partialisten, zwischen beiden der innere wirtschaftliche Zusammenhang der kreditweisen Kapitalbeschaffung besteht, so äußert sich dieser Zusammenhang notwendigerweise auch bei der rechtlichen Abwicklung beider Rechtsverhältnisse. Erhält der Anleihenehmer von der Bank das Kapital darlehensweise, so entsteht für ihn nach § 607 die Verpflichtung dem Darleiher das Empfangene in Sachen von gleicher Art, Güte und Menge zurückzuerstatten. Zu einer solchen buchstäblichen Erfüllung der Verpflichtung des Darlehensempfängers kommt es beim Emissionsgeschäft jedoch nicht. Vielmehr findet die Bank ihre Befriedigung in der Bezahlung des Kaufpreises durch die Partialisten und nur im Fall eines Versagens der Emission *kann* die Bank eventuell, wenn sie nicht das Risiko übernahm, auf den Anleihenehmer zurückgreifen. Bei Risikoübernahme hat die Bank die Wertpapiere an Erfüllungsstatt angenommen (§ 364/I BGB.), weshalb die Darlehensschuld erlosch. Im Zweifel ist dies jedoch nicht anzunehmen, sondern die Übernahme der Wertpapiere nur als Hingabe erfüllungshalber anzusehen. Die Erfüllung geschieht und das Darlehensschuldverhältnis erlischt erst mit dem Augenblick, in dem der Bankier sein Darlehen aus der Veräußerung der Wertpapiere ersetzt erhält.

(Literatur: Endemann, Lehrb. d. HR. S. 866 ff. und die dort angeführte Literatur, Cosack, Lehrb. d. HR. § 66, Conrad-Lexis, Handw.-B. f. Staatswiss., Bd. III S. 602 unter „Emissionsgeschäft", wo eine gewisse Analogie zwischen der Emissionstätigkeit einer Bank und der Tätigkeit des Verlegers im Buchhandel gegenüber dem Autor konstruiert wird.)

Anhangweise soll noch hier die rechtliche Bedeutung der

sog. „Zeichenstellen", als welche neben den bei der Emission mitwirkenden Bankhäusern auch sonstige Institute beliebiger Art in Funktion treten können, gesondert einer kurzen Betrachtung unterzogen werden. Wie schon der Name sagt, spielen Zeichenstellen nur eine Rolle bei der Emission auf dem Wege der Zeichnung. Sie nehmen die Zeichnungen und Zahlungen entgegen und händigen die Partialen den Zeichnern aus. Im weiteren Sinn kann man unter ihnen alle Stellen verstehen, denen gegenüber eine Zeichnungsofferte gestellt werden kann, mögen sie nun als Gegenkontrahenten oder bloße Vermittler der Gegenkontrahenten auftreten. Bringt man die „Zeichenstellen" aber in Gegensatz zu den sog. Emissionshäusern, so räumt man ihnen damit eine untergeordnete Stellung gegenüber der führenden des „Emissionshauses" innerhalb des Zeichnungsgeschäftes ein. In diesem engeren Sinne sind die Zeichenstellen bloße Werkzeuge oder Vermittler des eigentlichen Emittenten, besorgen also Dienste im Namen der Emittenten; „sie dienen der Vermittlung des Verkehrs zwischen Publikum und Emittenten. Der Emittent selbst will als Mitkontrahent der Zeichner auftreten". (RObHG. Entsch. Bd. XVIII S. 183). Das rechtliche Verhältnis der Zeichenstelle zum Aktienemittenten ist also ein Dienstvertrag, der eine Geschäftsbesorgung zum Gegenstand hat und auf diesen Dienstvertrag findet eine Reihe von Vorschriften, die für den Auftrag gelten, Anwendung (§ 675 BGB.). Vgl. RG. in der Jur. Woch. Schr. 1908 S. 480. Zwischen Zeichenstelle und Zeichner kommt, von besonderen Umständen abgesehen, kein Vertragsverhältnis zustande. Wenn ein Bankier, ohne als Zeichenstelle bestimmt zu sein, etwa in der Provinz, Zeichnungen entgegennimmt und die von ihm gesammelten Zeichnungserklärungen bei einer Zeichnungsstelle anmeldet, so gilt er nicht als Zeichnungstelle, sondern als gewöhnlicher Zeichner, der im Auftrag der einzelnen Kapitalisten handelt. Das Emissionshaus dagegen hat die Anleihe oder Gründung fest übernommen und handelt im eigenen Namen. Besonders wichtig wird diese Unterscheidung, mit Rücksicht auf § 203 HGB., bei der Aktienzeichnung (vergl. Makower zu § 203 Anm. IV; Behrend S. 737, § 105. Zeichenstellen, ... „die

im Auftrag der Gründer die Zeichnungen und die auf dieselben zu leistenden Einzahlungen entgegennehmen", u. Anm. 5 dortselbst). Möglicherweise leiten die Zeichenstellen ihre Eigenschaft als Vertreter des Emittenten nicht aus einem privatrechtlichen Vertragsverhältnis ab, wie z. B. die Rentämter, bei denen eine Staatsanleihe aufgelegt wird; diese besitzen kraft ihres behördlichen Wirkungskreises die Vertretungsmacht im Zusammenhalt mit einem speziellen dienstlichen Auftrag innerhalb dieses Wirkungskreises. Denkbar ist noch, daß der besondere Auftrag zur Entgegennahme von Zeichnungen aus einem weiteren privatrechtlichen Verhältnis, etwa einem allgemeinen Geschäftsbesorgungsvertrag zwischen Emittenten und Zeichenstelle, entspringt. Die Emissionshäuser können sich selbst wieder der Zeichenstellen bedienen, so daß sich ein weiteres Glied in der Abwickelung der Emission vom Emittenten bis zum Käufer des Wertpapiers einschiebt. Dann gelten auch zwischen Emissionshaus und Zeichenstelle die Regeln über Geschäftsbesorgung, Auftrag und Vertretung. Bei der Erörterung der Begebungskonsortien werden die Zeichenstellen im engeren Sinn wegen ihrer rechtlichen Angliederung an diese Gebilde nochmals erwähnt werden müssen. Endlich ist auch bei Zeichenstellen im engeren Sinn nicht ausgeschlossen, daß sie in einem gesetzlichen Rechts- oder konkreten Vertragsverhältnis zu dem Partialisten nach Lage des Einzelfalles stehen (vergl. ROHG. Entsch. Bd. XVII S. 46 ff., Endemann Bd. II S. 589). Geschieht die Vermittelung durch gewerbsmäßige Makler, so sind diese nicht als Emissionsstellen aufzufassen (vgl. Lotz, Technik d. EG. S. 31).

§ 8.

Das Emissionsgeschäft als Handelsgeschäft.

Die Aussteller emissionsfähiger Wertpapiere bedienen sich der Banken, in welcher Weise auch immer sie ihre Mitwirkung in Anspruch nehmen, hauptsächlich darum, weil das kapitalkräftige Publikum sowohl wie der Anleihebedürftige sich daran ge-

wöhnt haben, in Geld- und Kreditgeschäften stets die Banken als geschäftsgewandte, sachkundige und immer auf dem Laufenden befindliche Institute anzusehen und wissen, daß die Dienste einer Bank mit ihrer kaufmännischen Gebarung für die Abwickelung einer Finanzoperation irgendwelcher Art in einem Maße Vorteile bringen, durch welche der der Bank zufallende Gewinn mehr als aufgewogen wird. Dazu kommt, daß das Publikum die Anlage seiner Kapitalien als Vertrauenssache auffaßt und dieses Vertrauen bei den Banken am besten findet.

Die verschiedenen Arten der Mitwirkung der Banken sind daher typische Bankiergeschäfte. (Vergl. Staub zu § 1 HGB. Anm. 67: „Übernahme von Anleihen, Aktien und sonstigen Gesellschaftsanteilen, die von öffentlichen Korporationen, Gesellschaften, industriellen Unternehmungen zur Befriedigung des Geldbedürfnisses ausgegeben werden." Anm. 65: Sowohl bei Verkauf auf eigene wie auf fremde Rechnung.) Es gibt Banken, welche das Emissionsgeschäft zum Hauptzweig ihrer Tätigkeit gemacht haben; man bezeichnet sie deshalb als Emissionsbanken. Elster, Handwörterbuch für Volkswirtschaft, Bd. I S. 756 (1906) definiert sogar das Emissionsgeschäft als „die gewerbsmäßig betriebene Ausgabe von verzinslichen oder Dividende tragenden Wertpapieren". Das Emissionsgeschäft im engeren Sinn, in gewerbsmäßiger Ausübung, ist daher immer Grundhandelsgeschäft nach § 1 Ziff. 4 HGB. Der Charakter dieses Handelsgeschäftes der Bank ist natürlich ein verschiedener je nach dem Vertragsverhältnis, in dem sie einerseits gegenüber dem Anleihenehmer, anderseits gegenüber dem Publikum steht. Auch die Aktienzeichnung durch eine Bank zwecks Finanzierung einer Gesellschaft ist ein Grundgeschäft des Bankgewerbes nach § 1 Ziff. 4. Die Übernahme der Gesellschaftsanteile durch die Bank gehört nicht unter § 1 Ziff. 1 HGB., weil sie keine Anschaffung ist (Staub Anm. 67 zu § 1 HGB.). Düringer-Hachenburg Anm. 40 zu § 1 HGB. hat offenbar dagegen die Ansicht, daß die Mitwirkung einer Bank bei der Gründung einer Aktiengesellschaft nicht als selbständiger Inhalt eines Bankgeschäftes erscheint. Meines Erachtens dürfte die Ansicht Staubs mit Rücksicht darauf richtig sein, daß der Übernehmer von Gesellschaftsanteilen, wie

vielen anderen typischen Bankiergeschäften der Zweck der Kreditvermittlung anhaftet, die gewerbsmäßig betrieben wird. Auch wenn die Bank als Kommissionär verkauft, ist sie gemäß § 1 Ziff. 4 Kaufmann und nicht nach § 1 Ziff. 6, weil Ziff. 4 die speziellere Vorschrift ist (Düringer-Hachenburg Anm. 40 zu § 1).

Wird das Emissionsgeschäft von einem Kaufmann im Betriebe seines gewöhnlich auf andere Geschäfte gerichteten Handelsgewerbes geschlossen, so ist es nach § 343/II HGB. akzessorisches Handelsgeschäft und zwar sowohl, wenn er Papiere auf der Börse oder durch Zeichnung kauft, wie wenn er sie im Emissionsweg verkauft im eigenen oder im fremden Namen. Es haben daher nach § 345 die Vorschriften über Handelsgeschäfte für beide Teile gleichmäßig zur Anwendung zu kommen, auch wenn der Gegenkontrahent nicht Kaufmann ist, soweit in den handelsgesetzlichen Vorschriften nichts anderes bestimmt ist. Die Bank bezw. der Kaufmann, der das Emissionsgeschäft vornimmt, hat nach § 347 für die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns einzustehen, steht er mit der anderen Partei in Geschäftsverbindung, so gilt § 362 über die Annahme eines Geschäftsbesorgungsantrags; der Provisionsanspruch für den Kaufmann auch ohne Verabredung ergibt sich aus § 354 HGB. Weiterhin greifen die Vorschriften über den Handelskauf in die bürgerlichrechtlichen Bestimmungen ein, wobei, wie schon erwähnt, ausdrücklich in § 381/I der Kauf von Wertpapieren dem Kauf von Waren gleichgestellt ist. All diese handelsrechtlichen allgemeinen Regeln sind für die Aktienemission ebenso einschlägig wie für die Anleiheemission (vergl. Staub zu § 189 HGB. Anm. 24). Neben diesen Rechtsregeln ist unter Kaufleuten auf die im Handelsverkehr geltenden Gewohnheiten und Gebräuche Rücksicht zu nehmen. (§ 346 HGB.)

§ 9.

Die Rechtsverhältnisse des Emissionsgeschäftes im einzelnen.

Nachdem das Emissionsgeschäft im eigentlichen Sinn seiner juristischen Natur nach als Kauf bezw. als eigentümlich geartetes Rechtsgeschäft der Gesellschaftsbeteiligung wie bei der Aktienzeichnung erkannt wurde, ist noch des Näheren auf die aus dieser Natur sich ergebenden einzelnen Rechtsgrundsätze einzugehen.

Es gelten neben den besonderen Vorschriften, welche für den Kauf im BGB. und HGB. normiert sind, und neben den besonderen Vertragsvereinbarungen die allgemeinen Rechtsgrundsätze des BR. bezw. des HR. über Rechtsgeschäfte und Schuldverhältnisse (vergl. Gareis S. 573). Der Zeitpunkt der Perfektion des Kaufvertrags ist zweifelhaft, wenn die Emission im Wege der Zeichnung erfolgt und das Gleiche gilt von der Annahme der Zeichnungserklärung bei der Sukzessivgründung einer Aktiengesellschaft. Der Zeichner ist mit der Stellung seiner Offerte durch die Zeichnung einseitig gebunden (§ 145 BGB.). Die Zeichnungserklärung, die beim Kauf dem Bankier bezw. dem Anleihenehmer gegenüber, bei der Sukzessivaktienzeichnung unmittelbar den Gründern („mittelbar der in Entstehung begriffenen Gesellschaft" so Behrend S. 738) gegenüber geschieht, kann in der Regel nicht sofort angenommen werden, weil der Emittent ein Gesamtbild von dem Erfolg der Emission gewinnen und eventuell, namentlich im Fall der Überzeichnung eine Auswahl unter den Zeichnern treffen will. Wie schon oben erwähnt, ist die Annahme auch bei der Sukzessivgründung nach den allgemeinen Regeln zu beurteilen. Diese ist also vollzogen mit dem Zugehen der Annahmeerklärung an den Antragenden (§ 130) nach Maßgabe des § 147 BGB., wenn dieses rechtzeitig stattfindet (§ 146). Da die Zeichnungserklärung ein unter Abwesenden gemachter Antrag ist, bemißt sich die Rechtzeitigkeit darnach, wann unter regelmäßigen Umständen der Eingang der

Antwort beim Antragenden erwartet werden darf (§ 147/II). Keinesfalls also darf die Annahme ungebührlich verzögert werden, wenn nicht die Bindung des Antragenden erlöschen und das Zustandekommen des Vertrags scheitern soll (§ 146 BGB.). Regelmäßig wird die Annahme der Zeichnungserklärung, wenigstens soweit eine Bank die Aufforderung erließ, als stillschweigend erfolgt anzusehen sein, wenn nicht der Antrag ausdrücklich abgelehnt wird. „Das Bankhaus ist zur unverzüglichen Antwort verbunden, wenn die Voraussetzungen des § 362 HGB. gegeben sind, die Versäumnis gilt als Annahme des Antrags des Zeichners" (Dernburg Bd. II 2 S. 338). Behrend S. 739 Anm. 11 erwähnt einen Handelsgebrauch, nach welchem eine an der Börse angemeldete Zeichnung als angenommen gilt, wenn sie nicht am nächsten Börsentag abgelehnt wird. Auch bei der stillschweigenden Annahme bleibt die Frage offen, wodurch sich die Annahmeerklärung dokumentiert, wann also der Zeitpunkt der Vertragsperfektion eintritt und wie lange der Zeichner darauf gefaßt sein muß, eine ablehnende Mitteilung zu bekommen. Eine allgemein gültige Fixierung dieses Moments ist unmöglich; ausschlaggebend ist die Prüfung des einzelnen Falles nach Treu und Glauben mit Rücksicht auf die Verkehrssitte und die im Handelsverkehr geltenden Gewohnheiten. In den Zeichnungsbedingungen sind möglicherweise bestimmte Gesichtspunkte vorgesehen.

Beim Emissionsgeschäft an der Börse ist Vertragsschluß unter Anwesenden die Regel, ein solcher unter Abwesenden die Ausnahme. Sonach ist nach § 147/I sofortige Annahme erforderlich.

Im konkreten Fall kann der Vertrag schon durch die Zeichnungserklärung zustande kommen, wenn nämlich die Aufforderung zu zeichnen bereits den Charakter einer Vertragsofferte trägt, was insbesondere dann der Fall sein kann, wenn sie sich an bestimmte Personen wendet und eine gewisse Bestimmtheit des Angebots zu erkennen ist.

Entsteht Zweifel darüber, ob die Emissionsstelle im eigenen oder im fremden Namen auftritt, so muß ebenfalls nach Treu und Glauben entschieden werden, ob das gesamte Verhalten des

Erklärenden den Schluß gestattet, daß die Willenserklärung direkt für und gegen den Vertretenen wirken soll. Ist dieser Wille nach außen nicht erkennbar, so wird der Erklärende, wenngleich Stellvertretung beabsichtigt war, selbst berechtigt und verpflichtet (vergl. § 164/III BGB.). Aus der Vermittlerstellung der Zeichnungsstellen folgt, „daß, sofern nichts anderes verabredet ist, die sämtlichen unter Vermittelung der bekannt gemachten Zeichnungsstellen zustande gekommenen Kaufverträge als zwischen Zeichner und den Emittenten geschlossen zu gelten haben". (ROHG. Entsch. Bd. XVIII S. 183). Dabei kommt es nicht darauf an, ob den Zeichnern die Person des Emittenten bekannt war. Objektiv bestimmt ist der Emittent jedenfalls, wenngleich dessen Person dem Mitkontrahenten dem Namen bezw. der Individualität nach unbekannt war (vergl. die soeben zit. Entsch.).

In Anbetracht der zwiespältigen Natur des Wertpapiers als Sache, die ein Recht in sich verkörpert, taucht beim Verkauf des Wertpapiers die Frage auf, welche Eigenschaft des Wertpapiers hinsichtlich der Verpflichtung des Verkäufers in den Vordergrund tritt, die Urkunde an sich oder das in ihr verbriefte Recht. Wirtschaftlich gibt das in dem Wertpapier verkörperte Recht, also die dem Aussteller obliegende, nach Inhalt und Umfang in der Urkunde niedergelegte Verpflichtung den Ausschlag. Trotzdem die Urkunde als Sache aber nur Mittel zum Zweck ist, bestimmt sich die Vertragsverpflichtung des Verkäufers eines Wertpapiers nicht ausschließlich nach den Regeln über Verkauf eines Rechts; denn dieses bleibt immer von der Sache abhängig, anderseits können nicht allein die Regeln über den Sachkauf die Oberhand gewinnen, weil die Sachqualität des Wertpapiers nur Hilfsmittel zur Erlangung des Rechts ist. Es ist daher herrschende, wohl begründete Ansicht, daß der Verkauf eines Wertpapiers einen Sach- und einen Rechtskauf in sich birgt, daß also, was die Gewährleistungspflicht auf Seite des Verkäufers (des Ausstellers oder Bankiers ꝛc.) anlangt, die Vorschriften über Gewährschaft für veräußerte Rechte anwendbar sind, soweit die obligatorischen Rechte aus dem Papier in Betracht kommen, die Vorschriften über Sachgewährleistung

dagegen, soweit die Urkunde als solche berührt wird (vergl. Oertmann Anm. 4 zu § 437).

Ein Beweis für die herrschende Auffassung, die im Gesetz eine unanfechtbare Hervorhebung nicht erfahren hat, läßt sich aus § 437/II BGB. entnehmen. Aus dieser Stelle ist zu schließen, daß das BGB. auf dem Standpunkt steht, der Verkäufer eines Wertpapiers sei zugleich Verkäufer eines Rechts. Da nämlich das Gesetz diese Ansicht voraussetzt, fügt es im Absatz 2 des § 437 lediglich einen Fall an den Absatz 1, in welchem der Verkäufer eines Rechts aus einem Wertpapiere einer noch weitergehenden Haftung als Abs. 1 mormiert, unterworfen wird, nämlich einer Haftung nicht nur für das Nichtbestehen des Rechts, sondern für dessen bloße Gefährdung. Deshalb bedient sich der Gesetzeswortlaut des Wortes „auch", das seine Erklärung nur in dem eben erläuterten Sinne finden kann. § 437/II will also sagen: der Verkäufer eines Wertpapiers haftet (ergänze: nicht nur für den Bestand der Forderung, sondern) auch dafür, daß es nicht zum Zweck der Kraftloserklärung ausgeboten ist. Eine Erweiterung der Haftung des Verkäufers liegt aus dem Grund vor, weil das Aufgebot zur Kraftloserklärung noch nicht bedeutet, daß das Papier wirklich zu Verlust gegangen ist, da die Möglichkeit besteht, daß auf das Aufgebot hin sich der Besitzer meldet. Anderer Ansicht Neucamp, Holdheims Monatsschrift 1905 Nr. 1, der nur die Regeln über Sachkauf angewendet wissen will (zweifelhaft RG. 56 S. 255; vergl. hierüber Hagen d. Jur. Ztg. 1905, S. 666), allerdings unter Beschränkung auf Inhaberpapiere, deren Sachqualitäten am reinsten in die Erscheinung tritt. Siehe dagegen Oertmann zu § 437 S. 331, ausführlich Düringer-Hachenburg HGB. Bd. III S. 31, S. 112 u. 118 f. und Deutsche Jur.-Ztg. 1905 S. 374; Staudinger zu § 347, Bem. II Anm. 8: Beim Verkauf von Wertpapieren gelten im allgemeinen gleichfalls die Grundsätze des Abs. 1, also wegen mangelnder Existenz des Rechtes. Über Aktienverkauf Lehmann S. 38 ff.: „Es handelt sich um den Kauf eines Rechts und einer Sache." Dernburg § 182 in Bd. II und Fußnote dortselbst, will gleichfalls die Doppelnatur des Wertpapiers berücksichtigt wissen. Endemann BR. Bd. I

S. 709, S. 673 Anm. 12. Nicht ganz klar Cruchot, Beitr. Bd. XXXXVIII S. 100; hier ist entschieden, daß das Vorhandensein ungünstiger Verhältnisse, die den Kurs drücken, keine Eigenschaft der Kuxe seien (vergl. auch Lucca-Pist.-Akt.-Streit: Goldschmidt S. 62 ff.).

Der Verkäufer eines Wertpapiers haftet demnach zunächst bezüglich der aus dem Wertpapier entspringenden Forderung nicht nach Maßgabe des § 459 ff. BGB. für Fehler einer Sache oder für zugesicherte Eigenschaften, sondern wie für einen Mangel im Recht. Maßgebender Zeitpunkt für den Bestand des Rechts ist der Abschluß des Kaufvertrags (Staudinger Anm. 3 zu § 437, Düringer Hachenburg Bd. III S. 119). Diesbezüglich sei auf das oben Erörterte verwiesen. Eine Gewährleistung für das Recht ist dann gegenstandslos, wenn der Käufer ganz abgesehen von dem Kaufvertrag kraft des Urkundeninhalts geschützt ist, durch welchen der Mangel geheilt wird. Weiterhin tritt die Gewährleistungspflicht nicht ein, wenn der Käufer den Mangel im Recht bei Abschluß des Kaufes kannte (439/I), außer der Verkäufer hat auch für diesen Fall Garantie geleistet. Verschafft der Verkäufer das Recht nicht oder besteht es nicht, so gelten gemäß § 440 BGB. die allgemeinen Vorschriften §§ 320 fff. Demnach ist zu unterscheiden zwischen Haftung nach Vertragsschluß, aber vor Vertragserfüllung und Haftung nach Vertragserfüllung. (Der Zeitpunkt des Vertragsschlusses bei der Zeichnung wird hier besonders wichtig.)

Das Recht kann von Anfang an nicht zur Entstehung gelangt sein, z. B. mangels staatlicher Genehmigung für die Ausgabe der Wertpapiere, oder es kann unvollkommen oder bloß teilweise entstanden sein. Das verbriefte Recht kann aber auch nachträglich erloschen sein oder mit einer Einrede behaftet, die seine Geltendmachung hindert, oder z. B. Aktien, deren Emission beabsichtigt ist, sind nicht lieferbar; sie lauten auf den gesetzlich unzulässigen Betrag; endlich auch: ein Wertpapier ist zum Zweck der Kraftloserklärung ausgeboten (§ 437/II).

Die Haftung geht nicht soweit, daß die wirtschaftliche Rentabilität zum Bestand des Rechtes zu rechnen ist; dies würde einer Vermischung von rechtlichem Bestand und wirtschaftlichem

Wert des Kaufgegenstandes gleichkommen (siehe Hagen, Deutsche Jur.-Ztg. 1905, S. 666; Oertmann zu § 437 *l. c.*). Aber Hagens Folgerung, wonach unzutreffende Angaben über tatsächliche Verhältnisse, die den Wert des gekauften Inhaberpapiers zu beeinflussen geeignet sind, ohne den Rechtsbestand zu beeinträchtigen, nach § 459 BGB. zu beurteilen seien, ist, wie Oertmann *l. c.* und RG. Band LIX S. 240 beizustimmen ist, nicht für richtig zu erachten. Oertmann widerlegt dies mit Recht: „Von Eigenschaften eines Kaufobjekts kann man, ohne den Boden des Gesetzes völlig zu verlassen, doch nicht mehr sprechen, wenn es sich nur um tatsächliche Verhältnisse handelt, von denen lediglich die wirtschaftliche Rentabilität des im Wertpapier verkörperten Rechtes abhängt." Deshalb bleibt nur die Haftung wegen Arglist. Fahrlässigkeit bei Empfehlung des Papiers führt wohl zur Haftung aus dem Geschäftsbesorgungsauftrag, den z. B. ein Kunde seinem Bankier bezüglich des Einkaufs zur Emission gelangender Papiere gegeben hat, nicht aber bewirkt sie Haftung aus dem Kaufvertrag des Kunden mit dem Selbstemittenten; Vorsatz bedingt dann Schadensersatz, wenn der Tatbestand des § 826 BGB. vorliegt. Auch Zusicherungen im Prospekt können nicht als zugesicherte Eigenschaften einer Sache angesehen werden. Daher ist Mängelhaftung nach § 459/II BGB. ausgeschlossen. Einen anderen Standpunkt vertritt Dernburg; Schuldverh. Bd. II S. 383 ff., der sagt: „Angaben des Prospekts, auf Grund dessen die Emission erfolgt, gelten als zugesicherte Eigenschaften der Obligation. Das emittierende Bankhaus hat dieselben als Verkäufer nach § 459/II zu vertreten. Auch Plank zu § 793 Anm. 5 äußert sich über die Prospektshaftung: Möglicherweise besteht wegen unrichtiger Angaben eine Einrede wegen Mangel der Sache (§ 459). Allein diese Ansicht steht im Widerspruch mit der zu § 437 vertretenen; denn die konsequente Durchführung der Scheidung von Recht- und Sachqualität der Wertpapiere führt dazu, Zusicherungen im Prospekt nicht in Zusammenhang mit dem Wertpapier *als Sache* zu bringen. (Unbestimmt Staudinger zu 793 Anm. 11.)

Welchen Wert haben aber dann, wenn die Gewährleistung wegen Sachmängel versagt, die Prospektsangaben, insbesondere

bestimmte Zusicherung? Der Prospekt enthält nähere Angaben über die für die Beurteilung des Wertes der einzuführenden Papiere wesentlichen Angaben (§ 45/II Börs.G.); Angaben über das Schuldversprechen, die Emissionsbedingungen, über Zinszahlung und Rückzahlung des Kapitals ꝛc., überhaupt Orientierung des Publikums über die Emission. Eine Entsch. des ROHG. (Bd. 24 S. 170) erklärt die Emissionsbedingungen folgendermaßen: Sie setzen die Voraussetzungen fest, unter welchen für die einzelnen Partialisten ein fälliger Sonderanspruch, sei es auf Zinsen wegen Eintritt ihres Fälligkeitstermins, sei es auf Empfang des Kapitals wegen Auslosung, folgt. § 203 HGB. spricht von einer „öffentlichen Ankündigung der Aktien um sie in den Verkehr einzuführen". Diese Angaben und Zusicherungen im Prospekt können sich als vertragsmäßige, spezielle Eigenschaften zusichernde Gewährleistung darstellen. Die Haftung für den Prospekt ist alsdann reine Vertragshaftung wegen Vorsatz und Fahrlässigkeit. Voraussetzung ist aber, daß die Prospektangaben ausdrücklich oder stillschweigend Vertragsbestandteile werden. Dem Zweck des Prospekts entsprechend kann der Kaufsliebhaber aus dem Prospekt auch schließen, in welchem Rahmen sich seine Rechte als Käufer der betreffenden Wertpapiere bewegen werden. Indem der Käufer sich stillschweigend mit den Angaben einverstanden erklärt, sie akzeptiert, werden sie ein Teil der Vertragsabreden beim Einkauf der Papiere vom Urheber des Prospekts. Wenn auch das Auflegen zur öffentlichen Zeichnung, wo ein Prospekt naturgemäß regelmäßig veröffentlicht wird, keine Offerte, sondern die Aufforderung, eine Offerte zu machen, bedeutet, so wird doch durch die Aufforderung selbst klar, daß der Zeichner auf eine Annahme seiner Zeichnungsofferte nur dann reflektieren darf, wenn er die im Prospekt enthaltenen Emissionsbedingungen in seine Offerte als stillschweigend einbezogen ansieht. So kommt noch bei der Subskription der Kaufvertrag unter Zugrundelegung des Prospekts zustande, Emittent und Käufer haben sich vertragsmäßig den Bedingungen unterworfen und sind daher an sie gebunden. In dieser Weise können auch gewisse Eigenschaften der Wertpapiere zugesichert und damit die Schaffung bestimmter Nebenrechte vereinbart werden, ohne

daß aber die Mängelhaftung beim Kauf von Sachen Anwendung finden kann; die Haftung ist vielmehr die gewöhnliche Vertragshaftung, wie sie für den Verkauf des Wertpapiers als Verkauf eines Rechts eintritt. Vergl. RG. Entsch. Bd. LVI S. 253: Dernburg erblickt in dieser Entscheidung eine Verkennung des Begriffs Eigenschaft, unter den auch rechtliche Verhältnisse zu begreifen seien, indem er davon ausgeht, daß die Haftung wegen Sachmängel in Betracht gezogen werden müsse. Allein meines Erachtens ist dieser Ansicht nicht beizustimmen, weil sie sich auf einer falschen Grundlage aufbaut, insofern die Gewährleistung wegen Sachmängel zugrunde gelegt ist, wo es sich, wie wir sahen, um Haftung beim Verkauf eines Rechtes handelt. Die Haftung für Zusicherungen beim Verkauf eines Rechtes ist die gewöhnliche Vertragshaftung, ob nun Eigenschaften des Rechtes oder sonstige Zusicherungen in Bezug auf das Recht in Frage kommen.

Neben der Vertragshaftung können die Prospektsangaben nur noch die Grundlage zu einer unerlaubten Handlung aus § 823/II, § 826 BGB. bilden. Hierüber und über die weitere Einschränkung der Prospektshaftung bei Börsengeschäften siehe unten! Keinesfalls ist der Prospekt für die Verpflichtungen des Ausstellers als solchen, abgesehen vom Vertrag, maßgebend. (Vergl. Plank Anm. 5 zu § 793.)

Ausgeschlossen ist eine Haftung des Verkäufers bei Namensaktien oder sog. Kleinaktien (§§ 222/IV, 180/III), soweit dem Erwerber aus dem Inhalt der Urkunde bekannt ist, an welche Bedingungen der Erwerb geknüpft ist. (Düringer-Hachenburg *l. c.*)

Die Beweislast für den Fehler im Recht trifft den Käufer (§ 442 BGB.)

Die Aktienemission bei der Sukzessivgründung einer Aktiengesellschaft unterliegt ihrer Eigenart zufolge zwar nicht den Vorschriften über Kauf. Wie aber beim Kauf eines Rechts die Gewährleistung sich nach den allgemeinen Normen richtet, so würden diese auch bei der nach § 189 HGB. erfolgenden Beteiligung an der Gründung (ebenso bei der Kapitalserhöhung) gelten, sie werden aber erheblich eingeschränkt und auf ein

Minimum reduziert durch die neben der vertraglichen Bindung des Zeichners herlaufenden Wirkung der Aktienzeichnung als Aufbau einer ins Verkehrsleben tretenden Gesellschaft, auf deren Sicherheit in der Fundation die Öffentlichkeit einen Anspruch hat. Infolgedessen schrumpft die Haftung der Gesellschaft, auch wenn sie durch ihr Organ handelt, für den Rechtserwerb des Zeichners in all den Fällen in nichts zusammen, in denen das öffentliche Interesse die Oberhand gewinnt. Selbst die Haftung der Gesellschaft aus betrügerischem Handeln des Gesellschaftsorganes oder aus privaten Abmachungen scheitert an dieser Maxime.

In zweiter Linie kommt beim Emissionsgeschäft, soweit es das Wesen des Kaufs zeigt, die Sachqualität der Wertpapiere in Betracht; auch diese ist keineswegs für die Haftung des Verkäufers belanglos, insbesondere nach der rein sachenrechtlichen Seite, also der Wirkung des Kaufs als einer Vermögensverschiebung. Erlangt doch der Käufer, wenn das Wertpapier auf den Inhaber lautet, mit dessen bloßen Tradition zu Eigentum das verbriefte Recht. Für den Käufer ergibt sich aus dem Kauf der Sache die Abnahmepflicht (§ 933/II BGB.) (im Gegensatz zu einer bloßen Beweisurkunde, die ebensowenig wie eine Sache, zu deren Besitz das verkaufte Recht berechtigt, eigentliches Kaufobjekt ist), auf der Verkäuferseite die Pflicht zur Verschaffung des Eigentums an der beweglichen Sache. Hier greifen ein die sachenrechtlichen Vorschriften über gutgläubigen Erwerb, wobei für Inhaberpapiere die Vorschrift des § 935/II zu beachten ist. Ferner sind wiederum die allgemeinen Bestimmungen des § 323 ff. BGB. im Hinblick auf die Pflicht des Verkäufers, dem Käufer das Wertpapier an sich zu Eigentum zu verschaffen, maßgebend.

Die Gewährleistung wegen Sachmängel beschränkt sich auf Mängel der Substanz des Wertpapiers, die äußere Beschaffenheit der Urkunde, z. B. ein wesentliches Stück fehlt, die Urkunde ist zerrissen oder beschmutzt und unleserlich; es fehlen die notwendigen Beilagen, z. B. bei einer Aktie die Genußscheine), welche wesentliche Bestandteile der Urkunde sind, oder es mangelt die Stempelung (ROHG. XV. S. 419). Vergl. Düringer-Hachenburg Note III zu § 381 HGB.: „In der Regel

sinnlich wahrnehmbare Eigenschaften, welche eine Untersuchung und Entdeckung durch Untersuchung der Sache ermöglichen. Solche Sachmängel führen zur Anwendung des § 459 ff. BGB. Wandelungsermöglichkeit 2c.

Liegt ein Handelskauf vor, so ist die Anwendbarkeit der §§ 373 ff. HGB. gemäß § 381 HGB. der Natur des Wertpapiers entsprechend zu beurteilen (Düringer-Hachenburg zu § 381). Hinterlegungsbefugnis, Selbsthilfeverkauf, Fixgeschäft haben gerade beim Kauf von Wertpapieren große Bedeutung und können auch beim Emissionsgeschäft hereinspielen. Die §§ 377, 379 sind auch für Wertpapiere zutreffend. Ist der Käufer der von einer Bank emittierten Wertpapiere gleichfalls Bankier oder sonstiger Kaufmann, dann liegt ein beiderseitiges Handelsgeschäft vor, es sei denn, daß der Kaufmann die Vermutung aus § 344 HGB. zu widerlegen vermag. Über die Frage, inwieweit § 378 anzuwenden ist, siehe Düringer-Hachenburg a.a.O.

Statt des reinen Kaufs von neu emittierten Wertpapieren zwischen der emittierenden Bank und ihren Kunden (z. B. wenn ein Kunde, der bei einer Emissionsbank ein Depot hat, in dem seine Wertpapiere liegen, einige der neu emittierten Wertpapiere beziehen oder gegen ihm gehörige eintauschen will) kann ein Effektenkommissionsgeschäft zwischen dem Kunden und der Bank und der Bank geschlossen werden; der Kunde kauft nicht direkt von der Bank, sondern gibt dieser den Auftrag zum Einkauf im eigenen Namen für fremde Rechnung, wobei dieser Auftrag dahin erweitert sein kann, einen Teil der im Depot befindlichen Papiere zu verkaufen. Die Bank besorgt diesen Auftrag und einverleibt die neu emittierten Papiere dem Depot des Kunden. Der praktische Erfolg ist der gleiche, wie wenn der Kunde selbst direkt mit der Bank ein Kaufgeschäft eingegangen wäre, juristisch besteht jedoch ein scharfer Unterschied; denn die Bank schließt mit sich selbst ab und liefert lediglich nach § 400 HGB. die Wertpapiere als Verkäufer. Hier wird es fraglich, wem die Emissionsbonifikation zufällt; da die Bank ihrerseits wieder Käufer der Wertpapiere vom Aussteller sein kann, könnte man der Meinung sein, daß sie dem Kunden nur den Preis, um den

sie selbst bezogen hat, in Rechnung stellen darf, zum mindesten dann, wenn sie dem Kunden den Selbsteintritt nicht mitteilt. Vergl. über diese Komplikation des Emissionsgeschäftes im engeren Sinn die Ausführungen von James Breit in der Leipziger Zeitschr. 1907, S. 866 über Effektenkommissionsgeschäfte. Wie dort erörtert, steht das RG. auf dem Standpunkt, daß der Bankier, wenn er als Properhändler auftritt, die Emissionsbonifikation für sich behalten darf, wenn er dagegen Kommissionär ist, sie dem Kunden überlassen muß.

Die Erfüllung des Emissionsgeschäftes geschieht durch Eigentumsübertragung an den eingekauften Wertpapieren und Verschaffung des Rechts aus dem Papier. Bei Inhaberpapieren ist zu berücksichtigen, daß die Eigentumsübertragung und Innehabung bereits auch die Berechtigung zur Geltendmachung des Rechts aus der Urkunde erzeugt, daß also die Übertragung der formgerechten Urkunde bereits auch die Erfüllung hinsichtlich der Rechtsverschaffung in sich birgt. Die Übertragung geschieht wie bei anderen beweglichen Sachen durch Übergabe und Willenseinigung. Bei Rekta- und Ordrepapieren muß noch der dem Wesen dieser Papiere entsprechende Akt, der zur Rechtsübertragung erforderlich ist, hinzukommen. Der Akt der Eigentumsübertragung bezw. der Rechtsverschaffung kann möglicherweise zwischen dem Aussteller und dem ersten Gläubiger vor sich gehen, obwohl der emittierende Dritte den Kauf im eigenen Namen schloß. Mit der Übertragung wird die Kaufschuld getilgt.

Selbstverständlich besteht die Haftung aus dem Kaufvertrag nur zwischen den Vertragsparteien und nicht gegenüber einem Dritten, etwa einem weiteren Abnehmer des Wertpapiers, es müßte denn sein, daß der erste Käufer seine Rechte abgetreten hat. Eine Verantwortlichkeit gegenüber dem Dritten fehlt selbst dann, wenn der Dritte auf Grund des Inhalts eines Prospektes gekauft hat und der Prospekt sogar veröffentlicht wurde, weil dadurch keine Vertragsbeziehungen zwischen dem Erstverkäufer und dem Dritten entstehen (Staub Anm. 29 zu § 189 bezüglich Aktienemission. Über außervertragliche Haftung nach Börsenrecht auch gegenüber dem Dritterwerber siehe später!

Neben den Vorschriften über Kauf gelten für das Emis-

sionsgeschäft auch die Rechtsbehelfe, die Nichtigkeit des Vertrags bezw. der Willenserklärung durchzusetzen oder von der Anfechtung wegen Willensmängel Gebrauch zu machen. Bei der Aktienzeichnung nach § 189 HGB. kann sich der Zeichner auf einen Willensmangel nur stützen, wenn er sich im Irrtum darüber befand, daß er überhaupt eine Aktienzeichnung gewollt habe. Wenn auch der Zeichner Gläubigerrechte gegen die Gesellschaft erwirbt (RG. Entsch. Bd. LIV S. 130), so können doch „die sowohl zum Schutz des mit der Aktiengesellschaft kontrahierenden Publikums als im Interesse der Gesamtheit der Aktionäre getroffenen Vorschriften auch dadurch nicht außer Wirksamkeit gesetzt werden, daß im einzelnen Fall ein Aktionäre durch schuldhaftes Verhalten der Gesellschaftsorgane zu seiner Beteiligung veranlaßt worden ist". Die Zeichnung ist nämlich, wie bereits erwähnt, nicht bloß eine Erklärung gegenüber den Gründern als Privatpersonen, sondern sie ist dazu bestimmt, ein Teil der Grundlage einer ins Verkehrsleben tretenden Gesellschaft zu werden. Die Erklärung ist somit nicht nur den Gründern, sondern auch dem Verkehr gegenüber abgegeben. Dieselben Gründe müssen auch bei einer Kapitalserhöhung maßgebend sein und es können die Gegengründe nicht als durchschlagend anerkannt werden, die Lehmann im Rechte 1901 S. 460 anführt. Wenn Lehmann davon ausgeht, daß bei der Kapitalerhöhung die Zeichnungen gegenüber der bereits bestehenden juristischen Person, der alten Aktiengesellschaft erfolgen, während bei der Neugründung die Zeichnung gegenüber den Gründern stattfinde, so entkräftet er hiemit keinesfalls die angeführten, auch für die Kapitalserhöhung Geltung beanspruchenden Gesichtspunkte, welche zur Aufrechterhaltung der Zeichnungserklärung im allgemeinen, öffentlichen Interesse führen. Vor diesem Interesse muß das Interesse des einzelnen, welches das Gesetz bei sonstigen Rechtsgeschäften gewöhnlich berücksichtigt, zurücktreten. Andernfalls würden auch die vom Gesetzgeber im Aktienrecht verfolgten Absichten wieder durchkreuzt werden. (RG. *l. c.* S. 132 u. Jur. WSchrift 1908 S. 464; vergl. Staub Anm. 25 zu § 189 und das oben hinsichtlich der Eigenart der Aktienzeichnung Erörterte.) Hat nur

der Zeichner wirklich zeichnen wollen, so dringt er weder mit dem Einwand der Simulation, noch der Anfechtung wegen Irrtum, Betrug, Drohung durch. Auch eine sog. provisorische oder formelle Zeichnung, um die Emission ohne Bankvermittlung durchzusetzen, ist bindend. Bei der Zeichnung einer Anleihe kann er sich dagegen auf diese Rechtsbehelfe stützen und die Wirkungen des Emissionsgeschäftes zwischen sich und dem Gegenkontrahenten zerstören. Hiebei kommt die Person des Vertreters nach Maßgabe des § 166 BGB., falls z. B. der Anleihenehmer sich vertreten läßt, in Betracht.

Zuletzt muß noch kurz die öffentlichrechtliche Seite gestreift werden, die bei der Begebung von Anleihen öffentlicher Korporationen, namentlich von Staatsanleihen zu Tage tritt und bereits oben Anlaß zur Besprechung gab mit dem Resultat, daß die Schuldnerstellung des Staates oder der öffentlichen Korporation eine Einwirkung auf das Emissionsgeschäft als Institut des Privatrechts nicht ausübt, der Staat sich vielmehr den privatrechtlichen Bestimmungen unterwirft. Erfüllt der Staat oder die öffentliche Korporation ihre Verpflichtungen nicht, so kann gegen sie wie gegen einen Privaten bei den Gerichten geklagt und ein Urteil erreicht werden. (Vgl. R. Staatr. Laband Bd. II S. 801 ff.) Eine bürgerliche Rechtsstreitigkeit liegt zweifellos deshalb vor, weil der geltend gemachte Anspruch auf einem dem Zivilrecht angehörigen Rechtsgrund beruht. Öffentlich rechtliche Hindernisse machen sich erst im Stadium der Vollstreckung des urteilmäßig festgestellten Anspruchs geltend. Die Vollstreckung richtet sich gegen den Inhaber der Vollstreckungsgewalt selbst. Ein Ausnahmezustand im Bereich der Zwangsvollstreckung, soweit diese gegen den Fiskus, eine Körperschaft, Stiftung oder Anstalt des öffentlichen Rechts oder eine unter der Verwaltung einer öffentlichen Behörde stehenden Körperschaft oder Stiftung sich wenden soll, ist jedoch lediglich für Geldforderungen gemacht. Nach § 15 Ziff. 3 EG. zur RZPO. sind in dieser Hinsicht landesgesetzliche Vorschriften vorbehalten und Bayern hat in Art. 9 AG. zu ZPO. und KO. in d. F. v. 26. Juni 1899 von diesem Vorbehalt Gebrauch gemacht. Dieser Bestimmung zufolge findet, soweit aus Veranlassung einer

Emission des Staates oder einer der genannten Korporationen Geldforderungen gegen letztere existent werden, die Zwangsvollstreckung gegen den Fiskus ohne Einmischung der Gerichte auf dem Verwaltungswege, die Zwangsvollstreckung gegen Gemeinden und die unter Leitung des Staates oder einer Gemeinde stehenden Körperschaften und Stiftungen mittelst Anordnungen der vom Staat bestellten Aufsichtsbehörden statt, welche eventuell durch Verwaltungszwangsmittel ohne Einmischung der Gerichte zum Vollzug zu bringen sind. Dingliche Rechte werden durch diese Vorschriften nicht betroffen (Art. 9/III *l. c.*); wenn also z. B. ein Anleihezeichner die Verschaffung des Eigentums an den gekauften Teilschuldverschreibungen zwangsweise durchzusetzen genötigt wäre, müßte die Zwangsvollstreckung nach den gewöhnlichen Regeln der ZPO. vor sich gehen.

§ 10.

Die börsenrechtliche Haftung. Ihr Verhältnis zur sonstigen Haftung aus dem Emissionsgeschäft. Die Haftung aus § 203 HGB.

An die aus dem Bürgerlichen- und Handelsrecht abgeleitete Haftung des Emittenten in seiner Eigenschaft als Verkäufer reiht sich noch für den Fall der Zulassung der zu emittierenden Wertpapiere zum Börsenhandel eine eigentümliche Sonderhaftung. Kernpunkt dieser deliktmäßigen im Börsengesetz (Neue Fassung vom 8. April 1908) normierte Haftung ist die Begründung einer Haftung auch Dritten Nehmern der Papiere gegenüber. Sie hat daher mit der vertragsmäßigen Haftung nichts gemein, geht weit über sie hinaus und nähert sich der Haftung aus unerlaubter Handlung.

Voraussetzung der Haftung nach dem Börsengesetz ist, daß die Wertpapiere zum Börsenhandel zugelassen sind. Die Vorschriften über das Verfahren bei der Zulassung von Wertpapieren gehören dem öffentlichen Recht an (vergl. Conrad-Lexis Bd. II S. 999). Die Zulassung kann bei Reichs- und Staatsanlehen nicht versagt werden (§ 39 BG.), bei den übrigen Wertpapieren

hängt sie von der Prüfung durch die Zulassungsstelle ab (§ 36). Um diese Prüfung zu ermöglichen, ist es nötig, daß über die Wertpapiere und die Grundlagen ihrer Emission Auskunft erteilt wird. Die Zulassungsstelle hat nämlich auch das allgemeine Interesse zu wahren und für möglichst weitgehende Information des Publikums zu sorgen (§ 36). (Vergl. d. Bekanntm. betr. Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel v. 11. Dez. 1896.)

Die eigenartige Haftungsart des Börsengesetzes knüpft an die beim Emissionsgeschäft zur Einführung der Wertpapiere beim Publikum abgegebenen Erklärungen des Emittenten über die gebotenen Chancen an, die im Prospekt der Öffentlichkeit zugänglich gemacht zu werden pflegen. Durch den Prospekt wird Stimmung für die Emission geschaffen. Das Gesetz selbst verlangt als Inhalt des Prospekts „Angaben, welche für die Beurteilung der einzuführenden Wertpapiere wesentlich sind" (§ 38/II Satz 4). Um nun die betrügerische Ausnützung oder grobe Übervorteilung des gewinnbegierigen großen Publikums, die bei Börsengeschäften sehr nahe liegt, hintan zu halten und die unsolide Geschäftsgebarung beim Handel mit Börsenpapieren möglichst auszuschließen, hat der Gesetzgeber neben den öffentlichrechtlichen Zulassungsvorschriften den sog. Prospektzwang (§ 38/II) eingeführt, d. h. es *muß* vor Einführung an der Börse ein Prospekt veröffentlicht werden, der der besonderen zivilrechtlichen Haftung zugrunde liegt. Nicht erforderlich ist die Veröffentlichung eines Prospekts bei Staats- und Reichsanleihen; nach § 39 genügt es, wenn dem Börsenvorstand die Merkmale der einzuführenden Wertpapiere mitgeteilt werden. Eine Ausnahme von Prospektzwang ist weiterhin in § 40 für Schuldverschreibungen, deren Verzinsung und Rückzahlung von dem Reich oder einem Bundesstaat gewährleistet ist, und für die Schuldverschreibungen einer kommunalen Körperschaft, der Kreditanstalt einer solchen Körperschaft, einer kommunalständischen Kreditanstalt oder einer unter staatlicher Aufsicht stehenden Pfandbriefanstalt dann gestattet, wenn die Landesregierung von der Verpflichtung zur Einreichung eines Prospekts entbunden hat."

Die im Prospekt enthaltenen Emissionsbedingungen gewähren ein tatsächliches Bild der ganzen Finanzoperation, gestatten

dem Interessenten einen Einblick in die Basierung des Unternehmens und erlauben auf Grund dieser Auskunft ein selbständiges Abwägen seines Risikos. Es ist ohne weiteres einleuchtend, wie sehr der Inhalt des Prospekts Einfluß auf die Kursbildung besitzt, wie wenig Prospekt und Emissionsbedingungen gerade bei Anleihen privater Korporationen und bei Gründungen zu entbehren sind, um sie der öffentlichen Kritik zugänglich zu machen und die Teilnahme an leichtfertigen Unternehmungen zu verhüten.

Inwiefern der Kaufsliebhaber, welcher direkt vom Emittenten und Prospektsurheber kauft, aus dem Inhalt des Prospekts schließen kann, in welchem Rahmen sich sein Recht als Käufer der betreffenden Wertpapiere bewegt kraft des Vertragsschlusses, wurde bereits oben festgestellt. Hier ist die neben dieser vertragsmäßigen Haftung bestehende, aus dem Prospekt weiterhin entspringende speziell börsenrechtliche Haftung zu erörtern, die auch für den vertragsmäßig berechtigten Erstkäufer Ansprüche schafft und für diesen von besonderer Wichtigkeit wird, wenn Angaben im Prospekt, wie nach Treu und Glauben zu entscheiden ist, auch stillschweigend nicht Vertragsbestandteil wurden. Dies kann ja manchmal zweifelhaft sein. Ausgeschieden von der Erörterung sei eine Auseinandersetzung über diejenigen börsenrechtlichen Bestimmungen, die die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel beschränken, die Preisnotierung und amtliche Feststellung des Kurses (§ 41—44 BG.) betreffen. Da die Einführung von Wertpapieren an der Börse nicht zu Emissionszwecken zu erfolgen braucht (vergl. z. B. § 42 BG., wo der Fall ins Auge gefaßt ist, daß die Auflage zur öffentlichen Zeichnung vorhergeht, in der sich die Emissionstätigkeit bereits erschöpft), so spielt in diesem Fall die börsengesetzliche Haftung innerhalb des eigentlichen Emissionsgeschäftes keine Rolle; möglich ist jedoch, daß die Emittenten zwar nicht den Erstkäufern auf Grund des Emissionsgeschäftes, wohl aber als Prospekturheber dritten Nehmern gegenüber haften.

Die Haftung nach Maßgabe des § 45 BG. trifft nämlich diejenigen, welche den Prospekt erlassen haben, sowie diejenigen, von denen der Erlaß des Prospekts ausgeht. Unter denjenigen,

von denen der Erlaß des Prospekts ausgeht, sind die etwaigen Hintermänner zu verstehen. Die Tendenz der Gesetzesbestimmung geht dahin, den Kreis der Haftenden möglichst weit zu ziehen und alle, denen die Urheberhaft bezüglich der ganzen Aktion nachweisbar ist, einzubegreifen. Sicherlich wollte die Haftungspflicht der Emissionshäuser erzielt werden (vergl. Hemptenmacher, Börs.G. S. 154). Wenn diese auch nur als Beauftragte handeln und unter Zugrundelegung des vom eigentlichen Emittenten herrührenden Prospekts die Einführung an der Börse übernehmen, außer an der Provision aber kein Interesse haben, wird man sie doch haftbar machen müssen, weil auch die bloße Geschäftsbesorgung als genügend erachtet werden muß, die Emissionshäuser kraft ihrer Funktion für den Prospekt verantwortlich zu machen. Die Ersatzpflicht wird nach Abs. 2 des § 45 auch dadurch nicht ausgeschlossen, daß der Prospekt die Angaben als von einem Dritten herrührend bezeichnet. Hiedurch soll der vielfach ausgeübten Praxis entgegengetreten werden, den wesentlichen Inhalt des Prospekts von einem anderen unterzeichnen zu lassen und sich selbst auf die Erklärung zu beschränken, daß der Unterzeichnete auf Grund des Prospekts die Einführung der betreffenden Wertpapiere in den Börsenhandel in Antrag bringe (vergl. Wermuth, das alte Börs.G. S. 85 Anm. 11; Hemptenmacher S. 154). Es bedarf aber auch bei § 45 Abs. 2 des Nachweises der Urheberschaft und sollte eine derartige Nachschrift nicht als integrierender Bestandteil des Prospekts angesehen werden, so würde Absatz 2 allein für die Ersatzpflicht der Emissionshäuser nicht hinreichen (vergl. hierüber eingehender Hemptenmacher Anm. 1 u. 7 zu § 43). Mehrere haften als Gesamtschuldner.

Die Haftung tritt ein jedem Besitzer eines zugelassenen Wertpapiers gegenüber, ob er es direkt von dem Emittenten gekauft, oder später aus dritter Hand durch Kauf, Schenkung, Erbschaft ꝛc. erworben hat. Nicht notwendig ist, daß der Inhalt des Prospekts die unmittelbare Veranlassung zum Ankauf des Wertpapiers gab; der Besitzer braucht von dem Inhalt des Prospekts gar nichts gewußt zu haben, „wenn nur der Schaden mit den Prospektsangaben in ursächlichem Zusammen-

hang steht" (Seufferts Archiv Bd. LVI Nr. 125). In den Motiven zum BG. von 1896 heißt es S. 23: „Mag auch der spätere Erwerber von dem Inhalt für seine Person nicht Kenntnis nehmen, so hält er sich doch, indem er bei der Bewilligung des Preises den jeweiligen Kurs entscheiden läßt, an die allgemeine Schätzung, bei welcher die Angaben des Prospekts fortwirken."

Voraussetzung für den Eintritt der Haftung ist, daß im Prospekt Angaben, welche für die Beurteilung des Wertes erheblich sind, unrichtig sind. Dem Ermessen des Richters muß es anheimgestellt sein, die Erheblichkeit einer Prospektangabe für gegeben zu erklären; geringfügige und bedeutungslose Unrichtigkeiten vermögen die Haftung nicht zu begründen. Weitere Voraussetzung ist, daß die Haftenden die Unrichtigkeit gekannt haben oder ohne grobes Verschulden hätten kennen müssen. Für Fahrlässigkeit im Sinn des BGB. brauchen daher die Emittenten nicht einzustehen. Das Emissionshaus wird damit nicht gehört, daß es selbst die Unrichtigkeit nicht gekannt hätte, wenn nachweisbar dessen Vertreter schuldhaft handelte (Hemptenmacher zu § 45 Anm. 3). Ebenso begründet die Haftung Unvollständigkeit des Prospekts infolge des Fortlassens wesentlicher Tatsachen. Als Verschulden ist jedoch grobes Verschulden nicht genügend, sondern bösliches Verschweigen oder bösliche Unterlassung einer ausreichenden Prüfung erforderlich. Eine bösliche Handlungsweise nähert sich schon dem Vorsatz, sie zieht bereits die schädlichen Folgen mit in die Überlegung herein und schlägt hemmende Vorstellungen in den Wind.

Die Haftung nach § 45 *l. c.* hat eine Schadensersatzpflicht ganz bestimmten Umfangs zur Folge. Der Schaden muß aus der von den gemachten Angaben abweichenden Sachlage erwachsen sein. Die Ersatzpflicht ist daher nicht vorhanden, wenn den Schaden lediglich ein allgemeiner Konjunkturrückgang, welcher auch unabhängig von dem Inhalt des Prospekts eingetreten sein würde, verursacht (Motive S. 41). Die Strenge der normalen Schadensersatzpflicht ist dadurch gemildert, daß dem Haftenden die Möglichkeit der Wahl gelassen wird, den Schaden in der Weise zu ersetzen, daß er das Wertpapier nach Maß-

gabe des § 46/II BG. gegen Preiserstattung zurücknimmt. Übertriebenen Schadensberechnungen wird dadurch von vornherein die Spitze abgebrochen (Motive S. 42).

Da möglicherweise nur ein Teil der Wertpapiere an der Börse oder ein Teil im Ausland emittiert werden soll, so bezieht das Gesetz die Ersatzpflicht nur auf diejenigen Stücke, welche auf Grund des Prospekts zugelassen und von dem Besitzer auf Grund eines im Inland abgeschlossenen Geschäftes erworben sind. Sind im Prospekt die Nummern oder die Serie nicht genau bezeichnet, so muß die Haftung für sämtliche zugelassenen und lieferbaren Stücke eintreten (vergl. Wermuth S. 86/1).

Kenntnis der Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Prospektsangaben beim Erwerbe seitens des Besitzers schließt die Ersatzpflicht aus. Mußte der Besitzer des Papiers bei Anwendung derjenigen Sorgfalt, welche er in eigenen Angelegenheiten beobachtet, diese Mängel des Prospekts kennen, so ist zu unterscheiden: für den Fall der Unvollständigkeit tritt trotzdem die Ersatzpflicht ein, für den Fall der Unrichtigkeit dagegen fällt sie aus, es sei denn, daß die Ersatzpflicht durch bösliches Verhalten begründet ist (§ 46).

Entgegenstehende Vereinbarungen sind nach § 48 I unwirksam. Die Verjährung des Ersatzanspruchs geschieht in fünf Jahren seit der Zulassung der Wertpapiere.

Die Abschätzung des Schadens begegnet meist keinen großen Schwierigkeiten, da er sich in der Regel im Fallen des Kurses, eventuell im Wertloswerden des Papiers offenbart, sobald die Unstimmigkeiten an den Tag kommen. Will der Besitzer sein Wahlrecht ausüben, so ist er bis zur Feststellung des Schadens gehindert, die Wertpapiere zu veräußern, außer die Ersatzpflicht wird anerkannt oder es wird zwischen den Beteiligten die Schadensfeststellung in einem besonderen Verfahren vereinbart. (Hemptenmacher Anm. 3 zu § 46.)

Durch § 48/II BG. sind ausdrücklich alle weitergehenden Ansprüche, welche nach den Vorschriften des bürgerlichen Rechts auf Grund von Verträgen erhoben werden können, unberührt gelassen. Diese Bestimmung ist gerade von Wichtigkeit inner-

halb der Grenzen des Emissionsgeschäftes, wo Prospektsurheber und Erstverkäufer der Wertpapiere an das große Publikum am häufigsten in einer Person zusammenfallen. Die Haftung aus dem Kauf bleibt also völlig aufrecht erhalten, so daß unter Umständen eine Ersatzpflicht über die durch den Prospektsinhalt begrenzte hinaus geltend gemacht werden kann. Dagegen ist durch die Spezialbestimmungen des Börsengesetzes die Anwendung der Vorschriften des BGB. über unerlaubte Handlungen, – als solche kämen § 823/II bei betrügerischer Handlungsweise und § 826 bei vorsätzlichem Handeln wider die guten Sitten in Betracht – verboten. Die Folge hievon ist, daß Schadensersatz dann nicht mehr verlangt werden kann, wenn der Besitz an dem Wertpapier aufgegeben ist, soweit der Schadensersatzanspruch gegen die nach § 45 BG. Verantwortlichen erhoben wird, und weiterhin, daß sich aus der einfachen Fahrlässigkeit (§ 276 BGB.) auch für den Besitzer des Wertpapiers eine außervertragliche Haftung des Prospektsurhebers nicht ableiten läßt.

Daß die Haftung der Emittenten, wenn man von der börsengesetzlichen Haftung absieht, neben der reinen Vertragshaftung sich nach den Vorschriften des BGB. § 823/II § 826 richtet, bedarf keiner weiteren Hervorhebung. Dies gilt auch dann, wenn ein Prospekt veröffentlicht wurde, was bei Auflage zur Zeichnung die Regel ist. § 823/I BGB. bleibt deswegen wohl stets außer Anwendung, weil eine schädigende schuldhafte Handlungsweise des Emittenten eine Verletzung des Vermögens darstellt, die von § 823/I nicht geschützt wird.

Die abweichende Regelung außervertraglicher Schadensersatzpflicht nach dem Börsengesetz findet ihre Berechtigung darin, daß der Handel mit Wertpapieren, abgesehen vom Schutz des Publikums gegen die Gefahren der Börsenspekulation bei der großen Zirkulationsfähigkeit der Wertpapiere, die meist auf den Inhaber gestellt sind, einen eigenartigen Charakter trägt und wie im Flug einen Komplex von Rechten ziemlich komplizierter Art entstehen und wieder untergehen läßt. Die Anknüpfung der Ersatzforderung an den Besitz des Wertpapiers

und die Umgrenzung des Verschuldens hat daher praktische Vorteile.

Eine besondere Haftungsvorschrift, die den börsenrechtlichen ähnelt, ist in § 203 HGB. enthalten. Nach dieser Bestimmung haften die Emittenten von Aktien der Aktiengesellschaft und dieser allein für Angaben Dritter, nämlich der Gründer, wenn diese unrichtig oder unvollständig sind,. sowie für bösliche Schädigung der Gesellschaft durch Einlagen oder Übernahmen. Nicht getroffen wird damit also die Haftung der Emittenten für eigene falsche Angaben in der Ankündigung den einzelnen Erwerbern gegenüber. Ist der Prospekt zwecks Einführung der Wertpapiere an der Börse erlassen, so greift die Haftung nach dem Börsengesetz ein. Deshalb ist es denkbar, daß die Emissionshäuser auch den einzelnen Aktionären für unrichtige Angaben der Gründer haftbar werden. Die Haftung aus § 203 HGB. ist eine speziell aktienrechtliche und genau an die dort bezeichneten Voraussetzungen gebunden. Es kann ein und derselbe Tatbestand sowohl § 203 HGB. als auch den § 45 BG. verletzen (vergl. Staub Anm. 14 zu § 203), ohne daß der eine Anspruch mit dem anderen in Konflikt käme (vergl. Anm. 15). Zeitlich beschränkt sich die Haftung auf die Zeit vor der Eintragung der Gesellschaft ins Handelsregister oder die ersten zwei Jahre nach der Eintragung. Voraussetzung ist, daß die Emittenten die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit oder die bösliche Schädigung kannten, oder bei Anwendung der Sorgfalt eines ordentlichen Geschäftsmannes kennen mußten.

Durch § 203 HGB. neben § 45 f. BG. ist die Verantwortlichkeit des Emittenten von Aktien außerhalb der Vertragshaftung für seine zum Zweck der Einführung erlassenen Prospekte erweitert, aber auch erschöpft (Staub Anm. 16). Im übrigen gilt auch hier nach dem Sinn beider Gesetze, „daß die außervertragliche Haftung des Ankündigers aus der Ankündigung von Aktien nur nach Maßgabe der Sonderbestimmungen bestehen soll". (Vergl. Lehmann-Ring zu § 203 Nr. 7; Staub a.a.O.)

Ist der Emittent zugleich Aussteller des Wertpapiers, so haftet er selbstverständlich auch aus der abstrakten, in dem Papier

verbrieften Forderung. Mit dem Emissionsgeschäft aber hat diese Haftung nichts zu tun und bleibt daher in vorliegender Abhandlung unberücksichtigt. Deswegen haftet auch z. B. die emittierende Bank beim Verkauf von Schuldverschreibungen, die vom Erborger ausgestellt sind, nicht für die Güte der Papiere; d. h. dafür, daß sie tatsächlich eingelöst oder rechtzeitig verzinst werden, außer sie hat sich ausdrücklich verpflichtet, hiefür einzustehen. (Vgl. auch § 438 BGB.)

§ 11.

Die Emissionskonsortien.

Große Anleihen und Gründungen, die einen ausgedehnten Markt zur Voraussetzung haben, werden meist von mehreren Banken, die ein Konsortium oder Syndikat bilden, in die Hand genommen. Der Vorteil der Syndikatsbildung besteht darin, daß durch die räumliche Ausbreitung der Emissionstätigkeit und die Arbeitsteilung unter die Konsortialmitglieder die Wertpapiere dem Publikum zugänglicher gemacht und leichter an den Mann gebracht werden. Außerdem gelingt es hierdurch, einen möglichst hohen Kurs der Wertpapiere zu erzielen; der Gewinn fällt allerdings größtenteils den Syndikatsbeteiligten selbst zu; diese ihrerseits sind aber dafür imstande, die Anleihe oder Gründung zu einem höheren Preis zu übernehmen. An der Spitze des Konsortiums steht gewöhnlich ein führendes Bankhaus, dem die Leitung des ganzen Unternehmens zukommt. Häufig verzweigen sich diese Finanzkonsortien nach unten noch weiter durch Unterbeteiligung kleinerer Banken; es bilden sich sogen. Untersyndikate. Eventuell werden auch noch kleinere Bankinstitute zur Dienstleistung für größere Häuser als Zeichenstellen herangezogen, um die lokale Ausdehnung im Interesse der Bequemlichkeit des Publikums zu vergrößern und die formale Geschäftslast der Syndikatsmitglieder zu verringern. Zweck der Bildung von Begebungskonsortien ist demnach hauptsächlich, Technik und Chancen der Emission zu verbessern.

Juristisch stellen sich diese Verbände, wie allgemein anerkannt wird, im Regelfall als handelsrechtliche Gelegenheitsgesellschaften dar. Auch die Unterbeteiligung ist eine solche Gelegenheitsgesellschaft, die durch Vertrag eines Hauptbeteiligten bezüglich seines Konsortialanteiles mit anderen Personen (RG. Ent. Bd. XXVI S. 52) oder auch dadurch entsteht, daß das Konsortium als ganzes mit dem Unterbeteiligten in ein Gesellschaftsverhältnis eintritt. Die „Zeichenstellen" dagegen sind nicht Mitglieder des Konsortiums, sondern sind als Beauftragte des Konsortiums, oder eines Beteiligten anzusehen, mit denen sie einen Dienstvertrag, welcher eine Geschäftsbesorgung zum Gegenstand hat, abgeschlossen haben. Die Konsortialbeteiligten selbst können Zeichenstellen im eigentlichen Sinn nicht genannt werden, da sie nicht lediglich als Beauftragte der Emittenten tätig werden und in ein unmittelbares Verhältnis zu dem Zeichner treten. Vergl. Entsch. RG. Jur. WSchrift 1908 S. 480.) Die Gelegenheitsgesellschaften sind als Gesellschaften des BGB. § 705 ff. zu behandeln. Besondere Bestimmungen gelten für die Begebungskonsortien nicht. Vergl. Urteil des RG. 3. Juni 1904; Gruchot, Beitr. Bd. XXXXVIII S. 1039. Allerdings könnte die Beteiligung der einzelnen Konsorten auf den ersten Blick als Kaufvertrag erscheinen, insbesondere, wenn man die kaufmännisch gebräuchliche Ausdrucksweise bei der Vereinbarung eines Konsortialvertrags ins Auge faßt (Vergl. hiezu Thiwißen, Erl. Diss. S. 58, wo auf die in der bezüglichen Korrespondenz häufig gebrauchten Worte, wie: „Wir überlassen Ihnen Mark 50 000.— Aktien konsortialiter zum Kurs von x %" hingewiesen wird.) Allein der Wille der Vertragschließenden ist nicht auf den Abschluß eines Kaufgeschäftes gerichtet. Das allein dem Willen der Beteiligten sowohl als dem tatsächlichen Ergebnis der Vereinbarungen entsprechende Rechtsverhältnis ist ein Gesellschaftsvertrag. Den gemeinsamen Zweck bildet die Übernahme der Wertpapiere zwecks weiterer Veräußerung. Alle Konsorten wollen aus dem Emissionsgeschäft gemeinsam Gewinn und Verlust tragen. (Thiwißen S. 60; Staub Exkurs zu 342 HGB. Anmerkung 2.) Da die Bestimmungen über den Gesellschaftsvertrag meist dispositiver Natur sind, so können Begebungs-

konsortien in allen möglichen Variationen gebildet werden, ohne daß sich deren rechtlicher Grundcharakter ändert. Im Zweifel finden aber immer die Regeln über die Gesellschaft Anwendung. (RG. Bd. LVI S. 210; Vertragsmuster siehe Endemann Bd. I S. 772 und Staub Exkurs zu § 342 Anm. 7.)

So kommt es vor, daß eine Vermögensgemeinschaft von vornherein nicht beabsichtigt ist und nur die Verwertung der Emissionsobjekte mit dem gesellschaftlichen Zusammenschluß bezweckt werden soll. Die Bildung eines Gesellschaftsvermögens, an dem den Gesellschaften in ihrer Totalität, zur gesamten Hand das Eigentum zusteht, unterbleibt und das Eigentum an den zu emittierenden Wertpapieren befindet sich entweder allein beim führenden Bankhaus oder bei den einzelnen Konsortialen als Alleineigentum an je einem Teil des Bestandes an Wertpapieren oder als Miteigentum, das sich auf die einzelnen Papiere erstreckt (vergl. Gruchot, Beitr. Bd. XXXXVIII S. 1046, Urt. d. RG. v. 3. Juni 1904). Der Konsortialvertrag kann abgeschlossen werden, bevor der Vertrag mit dem Anleihenehmer hinsichtlich der Übernahme der Anleihe perfekt geworden ist. Ebenso kann ein Unterkonsortialvertrag, ehe der Hauptkonsorte zum Hauptkonsortium beitritt, vereinbart sein oder wenigstens vor Abschluß mit dem Anleihenehmer. Der regelmäßige Fall ist sogar der, daß sich zunächst das Konsortium in den Grundzügen formiert und dann erst seine Offerte beim Staat oder bei dem sonstigen Kapitalbedürftigen einreicht (RGE. Bd. XXVI S. 52). In vielen Fällen wird ein Bankhaus, das nach außen die zu begebenden Objekte übernommen hat, nur mit den einzelnen von ihr zu gewinnenden Kapitalisten gesonderte Einzelverträge über die Begebung für gemeinsame Rechnung abschließen, ohne daß ein Vertrag zwischen der Gesamtheit geschlossen wird. Gegenstand des Vertrags ist dann wohl, daß die Obligationen zu gemeinsamem Vorteil verwertet werden, das Eigentum aber beim Bankhaus bleibt (RG. Bd. LVI S. 210). Hier fehlt es an einem gemeinsamen Zusammenschluß aller Beteiligten zu einer Gesellschaft. Man kann aber, wenn die Prüfung ergibt, daß die jeweils selbständig Vertragschließenden die Erreichung eines gemeinsamen Zwecks fördern wollen,

zur Feststellung eines Gesellschaftsvertrags zwischen den einzelnen Vertragsschließenden gelangen auf einer ähnlichen Basis, wie in dem oben erwähnten Fall, in dem die Vermögensgemeinschaft ausgeschlossen ist. Denkbar ist natürlich auch, daß der gleiche Effekt, wie durch die Bildung von Konsortien ohne Herstellung einer Gelegenheitsgesellschaft in anderen juristischen Formen erreicht wird, etwa durch Abschluß von Werk- oder Kommissionsverträgen. Staub Exkurs zu § 342 Anm. 1 rechnet die Bildung eines gemeinschaftlichen Gesellschaftsverhältnisses zu den Ausnahmen und erklärt als Regel die Gestaltung eines selbständigen Gesellschaftsverhältnisses eines jeden Konsortialen mit dem leitenden Bankhaus. (Ebenso Dernburg Anm. 5 zu § 356 Bd. II.) Dem Abschluß solcher gesonderter Gesellschaftsverträge zur Erreichung des gleichen Zwecks steht rechtlich nichts im Wege, sofern nur die Modalitäten des einen Gesellschaftsvertrages nicht als Verletzung der Abmachungen innerhalb des anderen sich darstellen. Der gesonderte Vertragsschluß mit den einzelnen Konsorten bietet sogar für das leitende Bankhaus unter Umständen den Vorteil, rascher zum Ziel zu gelangen, weil eine allgemeine Übereinstimmung sämtlicher Konsorten über alle Vertragspunkte nicht nötig wird, und gewährt weiterhin die Möglichkeit, jeweils den Gesellschaftsvertrag den Verhältnissen anzupassen und mit den einzelnen Teilnehmern innerhalb der soeben erwähnten rechtlichen Grenzen unter verschiedenen Bedingungen abzuschließen (vergl. hierüber Thiwißen, Diss. S. 6).

Bei den Gründungen ist zu unterscheiden zwischen den Begebungs- und den Gründerkonsortien. Eine Sukzessivgründung kann in der Weise stattfinden, daß zu wenigen Gründern nur wenige Zeichner hinzutreten, die sich infolge der Übernahme aller Anteilscheine veranlaßt sehen, zwecks Überleitung an das große Publikum, also der Emission im eigentlichen Sinn, ein Konsortium zu bilden. Im Gegensatz zu diesem Begebungskonsortium verbinden sich bei einem Gründerkonsortium die Teilnehmer zu dem Zweck, um die Errichtung einer Aktiengesellschaft ins Werk zu setzen (RG. Bd. XXXXVI S. 30).

Erstreckt sich der Markt für eine Anleihe oder Gründung

über die Grenzen des Landes hinaus, so entstehen internationale Syndikate, deren Rechtsverhältnisse wegen der Kollision zwischen dem einheimischen und ausländischen Recht Schwierigkeiten verursachen können. Außer Art. 11 EG. zum BGB. und Art. 12 mangelt es an Bestimmungen des internationalen Privatrechtes, die auf Schuldverhältnisse Bezug haben. Zunächst ist jedenfalls nach der herrschenden Ansicht das Recht maßgebend, dem die Beteiligten das Vertragsverhältnis unterstellen wollten. Außerdem ist nunmehr das RG. (Entsch. Jur. WSchrift 1905, S. 713 und 1906 S. 187) der Ansicht, daß für das auf einem Vertrag beruhende obligatorische Rechtsverhältnis das Personalstatut des Schuldners zur Zeit des Vertragsschlusses und nicht das Recht des Erfüllungsortes entscheidend ist.

Bei der Bildung von Begebungskonsortien gesellt sich zu der Übernahme der Anleihe und der eigentlichen Emission durch die Übernehmer demnach ein weiteres Rechtsstadium als drittes typisches Zwischenglied. Die Konstituierung der Konsortien bleibt natürlich als Rechtsgeschäft zwischen den Emissionshäusern auf das Emissionsgeschäft nicht ohne Einfluß, ebensowenig wie das Verhältnis zwischen Anleihenehmer und emittierender Bank. Es kommt daher hier namentlich darauf an, die Konsortien als eine Begleiterscheinung des Emissionsgeschäftes und in ihrer Einwirkung auf dieses in kurzen Strichen zu charakterisieren. Ein näheres Eingehen auf ihre rechtliche Natur würde den Rahmen dieser Arbeit weit überschreiten (vergl. über die Konsortien ausführlich Sydow in Goldschmidts Zeitschr. 19 S. 431).

Zweck der Gelegenheitsgesellschaft ist Übernahme und Begebung der Schuldverschreibungen oder sonstigen Wertpapiere. Auch bei Gründungen oder Kapitalserhöhungen handelt es sich um feste Übernahme der neuen Aktien durch das Konsortium. Die Beteiligten verpflichten sich gegenüber dem Anleihenehmer, das notwendige Kapital zu zeichnen bezw. die Valuta an den Anleihenehmer abzuführen. Die Konsortialen haben den Vorteil, Teilhaber an dem Gewinn zu sein, der über den bestimmten Kurs (sog. Konsortialkurs) erzielt wird und das Risiko, daß keiner selbständig vorgehen, die Wertpapiere veräußern darf, sondern sich dem gemeinschaftlich festgestellten Plan oder dem

Ermessen des geschäftsführenden Leiters fügen muß (vergl. Staub Exkurs zu § 342 HGB. Anm. 1). Jeder der Konsortialen hat gegen den anderen einen Anspruch, daß er die übernommenen Pflichten erfüllt, z. B. den übernommenen Betrag von Aktien zeichnet (RG. Bd. XXXXIII S. 287) oder, soweit die Papiere nicht zu begeben waren, eine verhältnismäßige Zahl der letzteren zum Konsortialkurs abnimmt (vergl. Dernburg Anm. 5 zu § 356 Bd. II). Erwirbt zunächst die Gesellschaft als solche die Wertpapiere, so tritt der einzelne Gesellschafter, welchem Obligationen zu Eigentum überlassen werden, der Gesamtheit der Gesellschafter (vergl. § 718 BGB.) als Dritter gegenüber (RG. Bd. LVI S. 211 Gruchot a.a.O.). Die aus der Gesellschaft sich ergebenden Rechte stehen den Gesellschaftern, sofern nichts anderes vereinbart ist, zur gesamten Hand zu.

Eine besondere Stellung nimmt das leitende Mitglied des Konsortiums ein. Dieses nimmt in der Regel die Veräußerung der Wertpapiere allein im eigenen Namen vor; es wird daher allein aus der Veräußerung nach außen berechtigt und verpflichtet (Staub a.a.O.); es ist der Geschäftsführer der Gesellschaft (§ 709 ff. BGB.). Mangels einer vertragsmäßigen Regelung bestimmt er den Konsortialkurs, unter dem die Begebung nicht erfolgen darf (vergl. die sog. stille Gelegenheitsgesellschaft: Endemann p. 772 Bd. I).

Wenn alle Wertpapiere begeben sind oder der Rest nicht mehr begeben werden kann, dann ist die Gesellschaft beendet und es hat die Auseinandersetzung zu erfolgen. Eventuell müssen also die übrig gebliebenen Papiere unter die Konsortialen verteilt werden, wobei wiederum diese der Gesellschaft, sofern die Papiere Gesellschaftsvermögen waren, als Dritte gegenübertreten (Gruchot, Beitr. Bd. XXXXVIII S. 1046, Urteil des RG. v. 3. Juni 1904). Die Beteiligten können dann immer noch zu günstigeren Zeiten versuchen, den ihnen vom Leiter zugewiesenen Teil an das große Publikum im Weg des Emissionsgeschäfts, meist an der Börse, abzusetzen.

Die Unterbeteiligung, die ein Konsorte vereinbart, begründet keine Rechtsbeziehungen zu dem leitenden Haus. Die Absicht ist regelmäßig darauf gerichtet, die vom Hauptkonsor-

tialen zu erwerbenden Wertpapiere an Dritte auf gemeinschaftliche Rechnung zu veräußern dergestalt, daß nur der nicht abgesetzte, auf den Hauptkonsorten fallende Teil der Wertpapiere nach Maßgabe ihrer Unterbeteiligung an die Unterkonsorten verteilt werden soll (RG. Bd. XXVI S. 52). Den Unterbeteiligten gegenüber ist der Hauptbeteiligte verpflichtet, seine eigenen Rechte gegen den Konsortialleiter zu wahren. (ROHG. Bd. XVII S. 390). Hat aber der Hauptkonsortiale seine Rechte gewahrt, und ist demnach eine erhebliche Vertragswidrigkeit seitens des Konsortialleiters begangen, so kann der Unterkonsortiale zurücktreten (RG. Bd. I S. 78). Wohl zu trennen von dem Unterkonsortialvertrag ist die Abtretung des Anteils, worunter die Abtretung des Gewinnanteils zu verstehen ist (ROHG. Bd. X S. 261).

Im übrigen ist, soweit nicht Vertragsdispositionen getroffen sind, im einzelnen das Gesellschaftsrecht des BGB. ausschlaggebend. Für das Emissionsgeschäft ist es vor allem von Bedeutung, die Rechtsverhältnisse, welche auf der Konsortialbildung beruhen, von den aus dem Emissionsgeschäft entspringenden genau loszulösen und gegenseitig abzugrenzen, insbesondere die jeweiligen Vertragsparteien festzustellen, zwischen denen sich die Emission abspielt und die, wie wir früher sahen, in den kompliziertesten Rechtsbeziehungen zu einander stehen können. Es kann ein Netz von Bankhäusern und Bankstellen zusammenarbeiten, um als Erfolg die Kreditvermittlung zwischen Anleihenehmer im weitesten Sinn und Kapitalisten herbeizuführen; alle haben sie sich das gemeinsame Operieren in dieser Richtung auf dem Weg des Emissionsgeschäftes zur Aufgabe gestellt, juristisch stehen sie aber doch untereinander in einem ganz verschieden zu beurteilenden und die mannigfachsten Rechtsverhältnisse zeitigenden Zusammenhange.

Auch auf Seite der vielen einzelnen Partialgläubiger rechtfertigt sich zur Wahrung gemeinsamer Interessen ein gemeinsamer Zusammenschluß. Bei den Gläubigern einer Anleihe fehlt irgend eine Rechtsverbindung *eo ipso* (vergl. RG. Entsch. Bd. XXII S. 64), bei den Gründungen stellt sie die Erlangung der Gesellschaftsrechte her. Die Lücke, welche der Mangel an Gläubiger-

verbänden bei den Anleihen erzeugt, kann durch ausdrückliche Anleihebestimmungen einigermaßen ausgefüllt werden. Weiterhin ist die Schaffung eines Rechtsverhältnisses zwischen den Partialgläubigern ermöglicht worden durch das Gesetz vom 4. Dezember 1899, betr. die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen. Während jedoch die Syndikatsbildung unmittelbar an die Ausführung einer Emission anknüpft und nur zu diesem Zweck erfolgt, verdanken Gläubigerverbände ihr Dasein dem Umstande, daß durch sie die Rechte *aus* den Schuldverschreibungen gemeinsam durchgesetzt werden sollen; mit dem Emissionsgeschäft hängen sie demnach nur ganz entfernt zusammen. Die aus dem *Kauf* der Schuldverschreibungen dem einzelnen erwachsenden Rechte lassen eine gemeinsame Vertretung nicht erforderlich erscheinen, da die Rechte aus dem Kauf nicht an dem Papier haften und mit der Weiterveräußerung nicht auf den Erwerber übergehen. Die Herstellung eines gemeinschaftsähnlichen Dauerzustandes liegt nicht in dem unter gleichen Bedingungen erfolgten erstmaligen Kauf der Teilschuldverschreibungen durch die Partialisten — diese Rechte aus dem Kauf sind nicht in dem Wertpapier versachlicht — sondern in dem Innehaben der gleiche Rechte verkörpernden Urkunden oder mit anderen Worten in der Schaffung der in den Urkunden verkörperten gleiche Rechte aller Gläubiger, die regulär mit dem Eigentum an der Urkunde erworben werden. Ein äußerlicher Berührungspunkt der Gläubigerverbände mit dem Emissionsgeschäft ist höchstens insofern vorhanden, als die Forderung aus der Schuldverschreibung, deretwegen ein Gläubigerverband bestehen kann, mit dem Papier gekauft und somit ein Appendix des Kaufgegenstandes wird. Jedenfalls aber sind die Gläubigerverbände keine Parallelerscheinung zu den Konsortien. Mangels eines inneren Zusammenhangs mit dem Emissionsgeschäft ist eine Erörterung über das juristische Wesen der Gläubigerverbände innerhalb dieser Arbeit nicht veranlaßt.